

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA

EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANCÍ

Vývoj úrokových sazeb státních dluhopisů denominovaných v eurech

Evolution of interest rates of government bonds denominated in euro

Student: Ondřej Kurečka

Vedoucí bakalářské práce: prof. PhDr. Stanislav Polouček, CSc.

Ostrava 2012

Zadání bakalářské práce

Student:

Ondřej Kurečka

Studijní program:

B6202 Hospodářská politika a správa

Studijní obor:

6202R010 Finance

Specializace:

00 Finance

Téma:

Vývoj úrokových sazeb státních dluhopisů denominovaných v eurech
Evolution of Interest Rates of Government Bonds Denominated in Euro

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
2. Charakteristika finančního trhu a trhu se státními dluhopisy
3. Evropská měnová unie a státní dluhopisy denominované v eurech
4. Vývoj úrokových sazeb evropských státních dluhopisů
5. Závěr

Seznam použité literatury

Seznam zkratk

Prohlášení o využití výsledků bakalářské práce

Seznam příloh

Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

HELÍSEK, Mojmir a kol. *Euro v ČR z pohledu ekonomů*. 1. vyd. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2009. 206 s. ISBN 978-80-7380-182-3.

JÍLEK, Josef. *Finanční trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009. 648 s. ISBN 80-247-1653-4.

POLOUČEK, Stanislav a kol. *Peníze, banky a finanční trhy*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2009. ISBN 978-80-7400-152-9.

Formální náležitosti a rozsah bakalářské práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

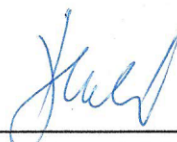
Vedoucí bakalářské práce: **prof. PhDr. Stanislav Polouček, CSc.**

Datum zadání: 25.11.2011

Datum odevzdání: 11.05.2012



Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.
vedoucí katedry



prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

Prohlášení:

Prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracoval samostatně s využitím uvedených zdrojů.

V Ostravě dne 11. května 2012

Podpis:.....

Obsah

1. Úvod.....	3
2. Charakteristika finančního trhu a trhu se státními dluhopisy.....	5
2.1 Charakteristika a klasifikace finančních trhů.....	5
2.1.1 Podstata a funkce finančních trhů.....	5
2.1.2 Členění finančních trhů.....	6
2.1.2.1 Členění dle doby splatnosti.....	6
2.1.2.2 Členění dle předmětu obchodování.....	7
2.1.2.3 Členění dle četnosti obchodování.....	8
2.1.3 Regulace finančních trhů.....	9
2.1.4 Riziko na finančním trhu.....	9
2.1.5 Cenné papíry.....	10
2.1.5.1 Druhy cenných papírů.....	10
2.1.6 Úrokové sazby.....	11
2.2 Dluhopisový trh.....	12
2.2.1 Dluhopisy.....	12
2.2.1.1 Historie dluhopisů.....	13
2.2.1.2 Členění dluhopisů.....	13
2.2.1.2.1 Členění dle emitenta.....	14
2.2.1.2.2 Členění podle peněžních toků.....	14
2.2.1.2.3 Členění dle doby splatnosti.....	15
2.2.2 Státní dluhopisy.....	16
2.2.2.1 Státní pokladniční poukázky.....	16
2.2.2.2 Americké vládní dluhopisy.....	17
2.2.2.3 Německé vládní dluhopisy.....	17
2.2.2.4 České vládní dluhopisy.....	18
2.2.2.5 Úvěrové riziko země.....	18
3. Evropská měnová unie a dluhopisy denominované v eurech.....	21
3.1 Evropská měnová unie (hospodářská a měnová unie).....	21
3.1.1 Institucionální rámec HMU.....	21

3.1.1.1 Evropský systém centrálních bank (ESCB)	21
3.1.1.2 Eurosystem	22
3.1.1.3 Evropská centrální banka (ECB)	22
3.1.1.3.1 Orgány ECB	23
3.1.1.3.2 Nástroje měnové politiky	23
3.1.2 Maastrichtská kritéria	25
3.1.3 Koordinace hospodářských politik v rámci HMU	26
3.2 Dluhopisy denominované v eurech	27
4. Vývoj úrokových sazeb evropských státních dluhopisů	29
4.1 Vývoj úrokových sazeb v letech před vznikem HMU	29
4.2 Zhodnocení vývoje úrokových sazeb za celé sledované období (2002-2011)	30
4.3 Vývoj úrokových sazeb v letech 2002-2007	33
4.4 Vývoj úrokových sazeb v letech 2008-2011	35
4.4.1 Důvody odlišného vývoje v druhém sledovaném období	37
4.4.1.1 Řecko, Portugalsko a Irsko	39
4.4.1.2 Itálie a Španělsko	43
4.4.1.3 Německo, Francie a Slovensko	46
5. Závěr	49
Seznam použité literatury	
Seznam zkratk	
Seznam grafů a tabulek	
Prohlášení o využití výsledku bakalářské práce	

1. Úvod

V současné době je jen málokterá vláda schopná hospodařit s přebytkovým nebo alespoň vyrovnaným rozpočtem. Většina vlád hospodaří s deficitním rozpočtem. Problém pokrytí tohoto nesouladu mezi příjmy a výdaji státního rozpočtu se v současné době řeší zejména emisí státních dluhopisů na kapitálovém trhu. Ceny (úrokové sazby) těchto finančních instrumentů se neustále mění.

V posledních několika letech se do popředí zájmu médií, ale také ekonomických expertů, dostal především velmi dynamický vývoj úrokových sazeb státních dluhopisů zemí, které přijaly euro. Situace na trhu státních dluhopisů zemí eurozóny již také bývá nazývána dluhovou krizí.

Cílem této práce je popsat vztah mezi vývojem úrokových sazeb státních dluhopisů vybraných zemí eurozóny. Tyto země na jednu stranu vydávají dluhopisy samostatně a podle legislativy EU za tyto dluhopisy taky samostatně ručí, na druhou stranu však tyto země emitují státní dluhopisy ve společné měně euru a jejich monetární politika podléhá společné monetární autoritě.

V kapitole 2 bude nejprve obecně charakterizován finanční trh, jeho funkce a druhy členění. Dále jsou v této kapitole blíže definovány státní dluhopisy, jejich historie, druhy atd. Pozornost je také věnována úrokovým sazbám a úvěrovému riziku.

V kapitole 3 bude blíže vymezen pojem Hospodářské a měnové unie, budou definovány její instituce, jejich funkce, nástroje. Bude popsáno, jakým způsobem jsou v rámci eurozóny koordinovány hospodářské politiky. Na konci kapitoly 3 bude stručně popsáno, jaký vliv na trh státních dluhopisů byl společné měně přikládán odbornou literaturou.

V praktické části práce (kapitola 4) bude pomocí statistické metody korelační analýzy a analýzy spreadů mezi úrokovými sazbami analyzován a kvantifikován vztah mezi vývojem úrokových sazeb státních dluhopisů vybraných zemí eurozóny. Dále jsou také popsány hlavní příčiny, které měly vliv na tento zjištěný vývoj. Pro účely této analýzy byly vybrány úrokové sazby dluhopisů německých, francouzských, řeckých, španělských, portugalských, italských, irských a slovenských. Analyzovaným obdobím je období let

2002 až 2011, pouze v případě slovenských dluhopisů se jedná o období mezi lety 2009 a 2011.

2. Charakteristika finančního trhu a trhu se státními dluhopisy

Vzhledem k zaměření této práce je důležité zaměřit se nejprve na charakterizování finančního trhu jako celku, na jeho funkce a předmět obchodování. Dále v této kapitole bude pozornost blíže zaměřena na charakterizování dluhopisů, jejich historii a druhy dluhopisů. Největší pozornost pak bude věnována vymezení státních dluhopisů.

2.1 Charakteristika a klasifikace finančních trhů

Význam finančních trhů ve světové ekonomice neustále narůstá, finanční operace tvoří zejména v euroatlantickém světě stále větší procento HDP, tudíž mají tyto finanční operace stále rostoucí vliv na ekonomický vývoj. Tento fakt se prokázal při poslední ekonomické krizi, která vznikla právě ve finančním sektoru. Ač si to možná většina lidí neuvědomuje, finanční sektor velmi ovlivňuje také jejich každodenní životy. Tento rostoucí vliv finančních trhů na světovou ekonomiku jistě bude v následujících letech předmětem jak akademických a intelektuálních debat, tak také předmětem jednání předních světových politiků.

2.1.1 Podstata a funkce finančních trhů

Finanční trhy jsou základem finančního systému každé tržní ekonomiky. Na finančních trzích dochází ke střetu nabídky dočasně volných finančních prostředků, které jsou nabízeny přebytkovými ekonomickými subjekty a poptávky po těchto volných finančních prostředcích, kterou vytvářejí deficitní ekonomické subjekty. Finanční trhy jsou tedy prostředníkem mezi těmito dvěma skupinami a umožňují tedy efektivní alokaci volných finančních prostředků. Tyto prostředky by bez finančních trhů zůstaly zřejmě nevyužity. Finanční trhy také motivují k tvorbě úspor na jedné straně a na druhé straně motivují k efektivitě využití finančních zdrojů. Proces alokace volných finančních zdrojů je na finančním trhu uskutečňován pomocí mnoha druhů finančních dokumentů. Tyto finanční dokumenty emitují deficitní subjekty a přebytkové subjekty tyto dokumenty nakupují, čímž se stávají věřiteli. Finanční trhy tedy vytvářejí prostředí a podmínky pro přesun těchto finančních dokumentů. Hlavním trendem, který finanční trhy v posledních letech nejvýrazněji ovlivňuje je probíhající globalizace. Dochází k propojování lokálních finančních trhů v globální trhy, finanční dokument, který byl původně emitován například v USA, dnes může vlastnit třeba penzijní fond na Novém Zélandu. Další trend můžeme nazvat „sofistikací“, kdy se finanční instrumenty stávají stále složitějšími a celý finanční trh se stává stále méně přehledným. [8]

Finanční trhy plní v ekonomice celou řadu funkcí. Mezi tyto funkce patří:

- **determinace ceny** – na finančním trhu dochází ke střetu nabídky a poptávky, výsledkem tohoto střetu jsou tržní ceny finančních dokumentů (kurzy cenných papírů, úrokové sazby). Finanční trhy tak signalizují přebytkovým jednotkám, kde je pro ně nejvýhodnější umístit jejich volné finanční prostředky a deficitním jednotkám ukazují nejvýhodnější možnosti k emisi finančních dokumentů.
- **poskytování likvidity** – tato funkce znamená, že vlastníci finančních dokumentů mají, v případě potřeby, možnost tyto dokumenty prodat na sekundárním trhu. Míra likvidity je rozdílná na různých trzích. Na likviditu má vliv například druh obchodovaného finančního dokumentu, rozvinutost daného finančního trhu nebo také objem obchodních operací.
- **redukce transakčních nákladů** – tato funkce zahrnuje redukci nákladů na vyhledávání obchodní protistrany (kupující – prodávající), ale také redukci nákladů na získávání informací. Finanční trhy shromažďují, analyzují a následně šíří informace potřebné k obchodování. [8]

2.1.2 Členění finančních trhů

Finanční trh nelze chápat jako homogenní celek, naopak obsahuje celou řadu menších trhů. Finanční trhy lze členit podle mnoha hledisek. Všechny finanční trhy v první řadě umožňují styk nabídky finančních dokumentů s jejich poptávkou, členění finančních trhů je tedy uskutečňováno podle hledisek specifických pro jednotlivé kategorie finančních trhů.

2.1.2.1 Členění dle doby splatnosti

Za základní členění finančních trhů je možno považovat členění podle kritéria doby splatnosti obchodovaných finančních dokumentů. V této klasifikaci jsou finanční trhy rozděleny na trhy peněžní a trhy kapitálové. [8]

Peněžní trhy

Peněžní trh je definován jako trh s krátkodobými úvěry a krátkodobými finančními dokumenty. Tato krátkodobost cenných papírů se vyznačuje jejich dobou splatnosti do jednoho roku. Nejvýznamnějšími účastníky peněžního trhu jsou banky, centrální banky, státy

(zastupovány ministerstvy financí) a jiné velké finanční instituce. Peněžní trhy se vyznačují vysokým stupněm likvidity a tedy relativně nízkým výnosem. Na peněžních trzích se obchoduje ve vysokých objemech, obchody jsou sjednávány ve velké rychlosti a s nízkými transakčními náklady. [5,8]

Kapitálové trhy

Kapitálové trhy jsou tedy definovány jako trhy s dlouhodobými úvěry a dlouhodobými finančními dokumenty. Jejich doba splatnosti je delší než jeden rok. Na kapitálovém trhu se obchoduje s dlouhodobými dluhovými nástroji a s akciovými cennými papíry. Okruh účastníků kapitálového trhu je výrazně širší, než je tomu u trhů peněžních. Deficitní subjekty využívají kapitálový trh k financování svých dlouhodobých investic, přebytkové subjekty jej používají k zhodnocení svých volných finančních prostředků. Kapitálové trhy jsou méně likvidní, než trhy finanční, jsou v zásadě rizikovější, na druhé straně nabízejí větší ziskový potenciál. Obchody na kapitálovém trhu se uskutečňují na burzovních i mimoburzovních trzích. [5,8]

2.1.2.2 Členění dle předmětu obchodování

Dalším důležitým členěním finančních trhů je členění dle předmětu obchodování. Z hlediska této kategorie členíme finanční trhy na trhy dluhopisové, akciové, komoditní a devizové.

Dluhopisový trh

Dluhopisový trh představuje trh s dluhovými cennými papíry. Tyto finanční dokumenty jsou vydávány s určitou dobou splatnosti (vyjma dluhopisů s nekonečnou splatností). Subjekt, který na finančním trhu dluhový cenný papír prodává se prodejem stává dlužníkem. Kupující subjekt se stává věřitelem. Vzhledem k zaměření této práce bude o této kategorii pojednáno podrobněji v dalším textu.

Akciový trh

Na akciovém trhu se obchoduje s majetkovými cennými papíry. Tyto cenné papíry nemají dobu splatnosti. Obchodování na akciových trzích je spojeno s relativně vysokým rizikem, na druhé straně akciové trhy vykazují dlouhodobě vyšší průměrné výnosy než trhy dluhopisové.

Komoditní trhy

Z komoditních trhů jsou k trhům finančním řazeny pouze trh zlata a trh drahých kovů.

Devizový trh

Na devizových trzích dochází ke směně prostředků v různých národních měnách. [8]

2.1.2.3 Členění dle četnosti obchodování

V rámci tohoto typu členění můžeme finanční trhy rozdělit na trhy primární a sekundární.

Primární trh

Prostřednictvím primárních trhů jsou cenné papíry nabídnuty k prvotnímu prodeji na trhu. Na primárním trhu dochází k úvodnímu střetu nabídky cenných papírů s poptávkou po nich. K nabídce akcií na primárním trhu dochází při první veřejné nabídce akcií (IPO – initial public offerig) nebo při navyšování základního kapitálu. Způsob uvedení dluhopisů na trh je podobný jako emise nových akcií. Emisí dluhopisů na primárním trhu se obvykle účastní největší bankovní obchodníci a největší obchodníci s cennými papíry (investiční banky), tito účastníci nakupují dluhopisy pro sebe i pro své klienty. Poskytují také poradenství a upisování emise. Problémem emise na primárním trhu je stanovení správné ceny.

Upisováním (underwriting) se rozumí poskytnutí záruky emitentovi ze strany obchodníka s cennými papíry nebo ze strany banky. Touto zárukou se obchodník nebo banka zavazují umístit na trhu celou emisi cenného papíru za určitou stanovenou minimální cenu. Emitent za upisování hradí obchodníkovi určitý poplatek. Cenné papíry, které již byly obchodovány na primárním trhu, mohou být dále předmětem obchodování také na sekundárních trzích. [5,8]

Sekundární trh

Na sekundárním trhu se dále obchoduje s cennými papíry, které již předtím byly emitovány na primárním trhu. Sekundární trh poskytuje likviditu a tím snižuje riziko pro poptávající na primárním trhu, díky existenci sekundárního trhu může emitent emitovat cenné papíry na primární trh za výhodnějších podmínek, kdy může dosáhnout lepšího emisního kurzu, než by dosáhl v případě neexistence sekundárních trhů, sekundární trh totiž snižuje

riziko likvidity. Na sekundárním trhu tvoří velkou část poptávky především penzijní fondy a životní pojišťovny. [5]

2.1.3 Regulace finančních trhů

Regulaci nad finančními trhy vykonávají především státní orgány v rozsahu své územní působnosti, pomocí vytváření legislativních a jiných norem, taktéž daňových zákonů. Legislativní normy mají za úkol zabezpečit především stabilitu institucí finančního trhu, jejich důvěryhodnost a jednotná pravidla pro obchodování s finančními dokumenty. V podstatě každá země pro účely regulace finančních trhů vytvořila specializované instituce, regulatorním orgánem jsou v řadě zemí také národní banky. Světově asi nejznámějším speciálním orgánem dohledu nad finančními trhy je americká SEC (Securities and Exchange Commission – Komise pro cenné papíry a burzy). Jak již bylo napsáno, trendem posledních let je globalizace v oblasti finančních trhů, proto se dá očekávat snaha o vytvoření jakési formy nadnárodního regulačního úřadu. Do určité míry by se za nadnárodní regulační instituci dal považovat Mezinárodní měnový fond (MMF), ten ale nelze srovnávat například s SEC. [8]

2.1.4 Riziko na finančním trhu

Riziko je nedílnou součástí působení na finančním trhu (a nejen na finančním trhu). Riziko je možno obecně definovat jako určitou pravděpodobnost budoucího nezdaru. Finanční riziko je pak potenciál budoucího vzniku finanční ztráty. Jílek vymezuje pět hlavních finančních rizik:

Úvěrové riziko je pro věřitele rizikem, že dlužník nesplní své povinnosti vyplývající z úvěrového závazku. Úvěrové riziko bude blíže rozebráno v dalším textu.

Tržní riziko je rizikem vzniku ztráty, způsobené změnou tržních cen nástrojů finančního trhu.

Likvidní riziko je rizikem ztráty v případě, že v důsledku nízké likvidity daného finančního instrumentu není možno tento instrument prodat v dostatečném čase nebo bez dalších nákladů.

Dalšími dvěma riziky jsou riziko **operační** a **riziko** obchodní. [5]

K rizikům na finančním trhu můžeme dále také zařadit **kurzové riziko**. Kurzové riziko lze chápat jako riziko vzniku ztráty způsobené pohybem měnových kurzů. Toto riziko se týká obchodování s cennými papíry denominovanými v cizí měně.

2.1.5 Cenné papíry

Předmětem obchodování na finančních trzích jsou cenné papíry. Definice cenného papíru podle Jílka: „Cenný papír (securities) představuje zastupitelný a převoditelný finanční nástroj. Právě vlastnost obchodovatelnosti je důležitá, aby se daný nástroj považoval za cenný papír. Cenný papír jako součást širšího pojmu finanční nástroj je u jedné strany finančním aktivem a u druhé strany finančním závazkem nebo kapitálovým nástrojem. Ne všechny finanční nástroje jsou obchodovatelné. Nelze například samostatně prodat běžný účet v bance nebo účet stavebního spoření. Jediným způsobem dispozice s takovými aktivy je snížení nebo zvýšení stavu účtu. Naopak aktiva ve formě dluhopisů, směnek nebo akcií je možné prodat třetím stranám, aniž je do transakce zaangažován emitent dluhopisu nebo akcie nebo dlužník směnky. Jednotlivé země ve své legislativě přesně stanoví, co se rozumí cenným papírem.“ [5, s. 98]

2.1.5.1 Druhy cenných papírů

Jílek dělí cenné papíry dle jejich podoby a dle jejich formy. Podle podoby členíme cenné papíry na listinné a zaknihované cenné papíry:

Cenné papíry **v listinné formě** skutečně existují ve fyzické podobě a akcionář je drží u sebe.

Zaknihované cenné papíry, které nemají svou fyzickou podobu, jsou registrovány v elektronické podobě v registru cenných papírů.

Podle formy členíme cenné papíry na cenné papíry na řad, na jméno a na doručitele:

Cenné papíry **na řad** jsou cenné papíry, které se převádí rubopisem a předáním. Práva spojená s tímto cenným papírem má osoba, která cenný papír předloží a která je zapsaná jako poslední v řadě rubopisů.

U cenných papírů **na jméno** jsou práva z cenného papíru vázána na osobu, která je zapsána v seznamu vlastníků cenných papírů, který vede emitent nebo zprostředkovatel.

Cenné papíry **na doručitele** naopak nejsou spojeny s konkrétním vlastníkem. Práva spojená s cenným papírem na doručitele má osoba, která daný cenný papír drží. Převod je vázán na pouhé předání cenného papíru. [5]

2.1.6 Úrokové sazby

Definice úrokové sazby podle Samuelsona a Nordhause: „Úroková sazba je cena zaplacená za půjčení peněz. Úrok většinou počítáme jako procento z půjčených finančních prostředků za rok. Existuje mnoho druhů úrokových sazeb v závislosti na splatnosti, riziku, daňovém statusu a dalších vlastnostech dlužníka.“ [10, s. 505]

Úrok tedy je cenou, kterou věřitel požaduje po dlužníkovi za dočasné poskytnutí finančních prostředků, pro věřitele je úrok kompenzací za odložení současné spotřeby do budoucnosti. Na druhé straně pro dlužníka úrok představuje cenu, kterou musí věřiteli zaplatit za toto dočasné poskytnutí finančních prostředků. Zatímco zájmem věřitele je, aby byl úrok co nejvyšší, dlužník má zájem přesně opačný. Výše úrokových sazeb konkrétních finančních instrumentů jsou dány působením nabídky a poptávky na finančním trhu. [8]

Polouček k faktorům ovlivňujícím výši úrokových sazeb: „Úrokové sazby jsou v tržní ekonomice ovlivněny především nabídkou a poptávkou po kapitálu (penězích). Jsou ale ovlivněny i celou řadou dalších faktorů: inflací, rizikem, výší úvěru a dobou splatnosti, změnami ve výši důchodů, úsporami, očekávaným výnosem různých investic, produktivitou a efektivností ekonomiky, zdaněním, rozvinutostí kapitálových trhů, deficitem státního rozpočtu a deficitem platební bilance, změnami devizového kurzu atd. Celá řada zprostředkujících faktorů se pochopitelně odráží i ve výše uvedených veličinách, např. zvýšení úspor bude znamenat zvýšení nabídky zdrojů na trhu kapitálu a za jinak nezměněných podmínek povede k poklesu úrokových sazeb. Zvýšení poptávky po zdrojích povede naopak ke zvýšení úrokových sazeb.“ [8, s. 99]

Úrokové sazby jsou na finančních trzích obvykle vyjadřovány v základních, neboli bazických bodech (basic points). Jeden základní bod odpovídá 0,01 %, 100 bazických bodů tedy představuje 1 %. [8]

2.2 Dluhopisový trh

Trh dluhopisů je důležitou součástí finančních trhů, umožňuje financování deficitů státních nebo komunálních rozpočtů, ale také financování rozvojových projektů velkých firem. Dluhopisy jsou pak podstatnou součástí portfolií penzijních fondů.

2.2.1 Dluhopisy

Polouček definuje dluhopis takto: „Dluhopis, resp. obligace je dlužnický cenný papír, který má obvykle pevně stanovenou dobu splatnosti. Emitent se tímto cenným papírem zavazuje, že ve stanovené době splatnosti splatí jmenovitou (nominální) hodnotu dluhopisu. Emitent se též vlastníkově dluhopisu zavazuje, že v dohodnutých termínech bude vlastníkově vyplácet výnosy z dluhopisu. Výnosem dluhopisu jsou nejčastěji kuponové platby, případně prémie nebo diskont, a to v závislosti na druhu dluhopisu.“ [8, s. 167]

Podle české legislativy musí dluhopis obsahovat tyto náležitosti: označení, že se jedná o dluhopis, označení emitenta (název, adresa), jméno majitele dluhopisu (u dluhopisu na jméno), datum splatnosti dluhopisu, výše úroku nebo jiný způsob stanovení úrokové sazby, termíny výplaty úroků, nominální hodnotu dluhopisu a měnu, datum vydání, místo vydání, ISIN, číslo a sérii dluhopisu, otisk podpisů představitelů emitenta, údaj o rozhodnutí regulátora o povolení vydání dluhopisů, další údaje. [8]

ISIN (International system of identification numbers) je 12místný alfanumerický kód, který umožňuje přesnou identifikaci daného cenného papíru od jiných cenných papírů. První dvě místa kódu slouží k identifikaci země emitenta.

Dluhopis v listinné podobě se skládá ze dvou částí – pláště a kuponového archu. Plášť obsahuje náležitosti dané legislativou (viz výše) a potvrzuje tedy právní vztah mezi dlužníkem a věřitelem. Kuponový arch slouží k uplatňování nároku na výplatu kuponových plateb. [6]

Dluhopisy bývají také nazývány pojmem obligace nebo bond. Pojem dluhopis se používá nejčastěji v souvislosti s vládními cennými papíry, obligacemi bývají označovány dluhopisy podnikové, bankovní nebo komunální. [8]

S dluhopisy se běžně neobchoduje na burzovních trzích, ale na tzv. OTC trhu, i když výjimečně bývají kótovány i na burzách. OTC trh (over the counter) je mimoburzovní trh, na němž emitované cenné papíry nemusejí splňovat tak přísná kritéria, jako kdyby byly

emitovány na burzovních trzích. Zpravidla se zde obchoduje 24 hodin denně pomocí elektronických obchodních systémů.

Dluhopisy představují především alternativu k bankovním úvěrům, jelikož banky nejsou některým emitentům ochotny zapůjčit potřebný peněžní obnos. Vydávají se většinou ve velkých objemech, protože s jejich emisí jsou spojeny určité náklady. Po emisi jsou následně obchodovány také na sekundárních trzích. Dluhopisy většinou nesou nižší výnos než akcie, ale jsou považovány za bezpečnější investici, mimo jiné proto, že v případě likvidace podniku jsou věřitelé (držitelé dluhopisů) uspokojováni v první řadě. [8]

Dluhopisy může na finanční trh emitovat prakticky kdokoli, vydávání dluhopisů není omezeno na určitou právní formu. Pro emisi dluhopisů je však potřebné svolení příslušného regulátora (v ČR je to ČNB). Nejčastějšími emitenty dluhopisů jsou však vlády, města, banky nebo větší akciové společnosti. V posledních letech rostou zejména objemy obchodovaných a vydávaných státních dluhopisů. Emise dluhopisů může být realizována dvěma způsoby, a to přímým nebo zprostředkovaným umístěním. Při přímém umístění na trhu emitent jedná přímo s investory. V tomto případě bývají nejčastějšími investory banky, pojišťovny nebo penzijní a jiné fondy. Při zprostředkovaném umístění mezi emitenta a investora vstupuje ještě mezičlánek v podobě manažera emise, kterým bývají velké banky nebo velcí obchodníci s cennými papíry. Manažer emise v tomto případě může za určitý poplatek zaručit umístění celé emise na trhu. Zprostředkované umístění bývá v praxi častější. [8]

2.2.1.1 Historie dluhopisů

Vznik dluhopisů se vztahuje k 17. století, kdy je začaly emitovat vlády k zabezpečení financování válečných konfliktů, dluhopisy se začaly objevovat krátce poté, kdy vlády začaly emitovat první bankovky. Prvními emitenty byly vlády městských států na území současné Itálie. Tyto první dluhopisy bývaly vydávány s pevnou úrokovou mírou a řízením obchodování s dluhopisy byly z počátku pověřeny centrální banky, které taktéž emitovaly bankovky. [5]

2.2.1.2 Členění dluhopisů

Dluhopisy je možno členit z mnoha hledisek. K nejčastějším hlediskům členění patří členění dle emitenta, typu výnosu, zajištění, země původu a měny, bonity emitenta nebo dle peněžních toků.

2.2.1.2.1 Členění dle emitenta

Při členění dluhopisů podle emitenta Polouček rozlišuje dluhopisy státní, komunální, bankovní a podnikové. [8]

Státní dluhopisy

Státní dluhopisy (government bonds) emitují vlády, v zastoupení ministerstvem financí. Vydávání dluhopisů je jednou z možností krytí schodků veřejných rozpočtů. Jsou také vydávány účelové emise státních dluhopisů, ty bývají uskutečňovány za účelem stavby dálnic nebo nejčastěji na úhradu škod a obnovu území po přírodních katastrofách (například Státní povodňový dluhopis ČR z roku 1997). [8]

Vzhledem k zaměření této práce bude věnován státním dluhopisům větší prostor v dalším textu.

Komunální dluhopisy (obligace)

Komunální obligace (municipal bonds) emitují místní samosprávné celky (obce, kraje). Také komunální obligace slouží především k pokrytí schodku rozpočtu, ale mohou být emitovány i účelově. [8]

Bankovní dluhopisy (obligace)

Emitenty bankovních obligací (bank bonds) jsou banky. Banka emisí těchto obligací získává další dodatečný kapitál na zabezpečení svého provozu a své činnosti. Výnosnost těchto obligací bývá většinou vyšší, než výnosnost státních dluhopisů. [8]

Podnikové dluhopisy (obligace)

Podnikové obligace (corporate bonds) emitují nefinanční společnosti. Podniky vydáváním dluhopisů získávají dlouhodobý kapitál pro své potřeby. Jsou alternativou k financování pomocí bankovních úvěrů. [8]

2.2.1.2.2 Členění podle peněžních toků

Bezkupónové dluhopisy

Definice bezkupónového dluhopisu podle Jílka: „Bezkupónový dluhopis (zero kupon bond) je dluhopis, který v období od emise do úplného splacení není spojen s kupónovými platbami a při splatnosti dochází ke splacení jmenovité hodnoty (PAR). Je to nejjednodušší dluhopis. Emise bezkupónového dluhopisu zavazuje emitenta splatit k určitému datu v budoucnosti jmenovitou hodnotu. Rozdíl mezi jmenovitou hodnotou a kupní cenou je tzv. diskont, tj. bezkupónový dluhopis se emituje za cenu nižší než je jmenovitá hodnota. Diskont je úrokový výnos splatný při splatnosti dluhopisu. Je částí jmenovité hodnoty. Proto se tyto dluhopisy někdy také nazývají diskontované dluhopisy.“ [5, s. 322]

Kupónové dluhopisy

Druhů kupónových dluhopisů existuje velký počet. Blíže budou popsány dluhopisy s pevnou kupónovou sazbou a dluhopisy s pohyblivou kupónovou sazbou, mezi kupónové dluhopisy dále patří věčné dluhopisy, svolatelné dluhopisy, dluhopisy s proměnnými kupóny, vyměnitelné dluhopisy, atd.

U **dluhopisů s pevnou kupónovou sazbou** neboli s pevným výnosem je kupónová sazba pevně stanovena a v průběhu životnosti dluhopisu se nemění. Kupóny jsou držitelé dluhopisu vypláceny v pravidelných intervalech a při splatnosti dluhopisu je následně vyplacena jmenovitá hodnota dluhopisu.

Dluhopisy s pohyblivou kupónovou sazbou (s variabilním výnosem) bývají také označovány zkratkou FRN. V tomto případě se kupónová sazba může v průběhu životnosti měnit podle vývoje hodnoty kupónové sazby. Tato kupónová sazba bývá odvozena například od určité aktuální referenční úrokové míry (např. PRIBOR nebo LIBOR). Kupóny jsou vypláceny v pravidelných intervalech a při splatnosti dluhopisu je vyplacena jmenovitá hodnota dluhopisu. [5,8]

2.2.1.2.3 Členění dle doby splatnosti

Krátkodobé – dluhopisy s dobou splatnosti do jednoho roku.

Střednědobé – dluhopisy s dobou splatnosti mezi jedním a deseti lety.

Dlouhodobé – doba splatnosti nad deset let.

2.2.2 Státní dluhopisy

Státní dluhopisy slouží ke krytí schodků veřejných rozpočtů, mohou ale také být emitovány účelově (např. hrazení důsledků škod způsobených povodněmi nebo zemětřesením). Státní dluhopisy mohou být vydávány centrálními bankami (USA, Německo, Francie), ministerstvy financí (Nizozemsko, Japonsko) nebo zřízenými agenturami pro řízení vládních dluhů (Irsko, Portugalsko). [11]

Státní dluhopisy bývají považovány za bezrizikovou investici, tento pohled se postupem času začíná měnit, některé vlády totiž začínají mít problémy s financováním jejich neustále rostoucích dluhů. Objem státních dluhů je dnes na historicky nejvyšších hodnotách a neustále narůstá. S tím roste i velikost trhu se státními dluhopisy, ale také klesá pravděpodobnost splacení těchto dluhů a dluhopisy mnoha států už nejsou vnímány jako bezriziková investice.

Aukce státních dluhopisů (to platí i pro jiné finanční dokumenty) může probíhat dvěma způsoby, a to holandskou nebo americkou aukcí. Emitent před danou aukcí obvykle stanovuje minimální požadovanou cenu a předpokládaný objem emise. V případě holandské aukce všichni uspokojení účastníci získávají dluhopisy za stejnou cenu, za cenu nabídnutou posledním uspokojeným účastníkem. Při americké aukci každý uspokojený účastník získá dluhopis za cenu, kterou sám nabídnul. V rámci americké aukce jsou tedy při jedné aukci prodávány dluhopisy za různé ceny. [8]

Také státní dluhopisy můžeme podle splatnosti rozdělit na krátkodobé, střednědobé a dlouhodobé. Krátkodobými dluhopisy jsou státní pokladniční poukázky.

2.2.2.1 Státní pokladniční poukázky

Definice státních pokladničních poukázek podle Poloučka: „Státní pokladniční poukázky jsou krátkodobé, úvěrové a diskontované cenné papíry, které představují přímý závazek státu a slouží ke krytí deficitu státního rozpočtu. Přesněji řečeno, cílem jejich emise je pokrytí krátkodobého nesouladu mezi příjmy a výdaji státního rozpočtu. Doba splatnosti je maximálně 1 rok, většinou se emitují na období 3, 6 a 9 měsíců.“ [8, s. 174]

Na objem emisí státních pokladničních poukázek má výrazný vliv aktuální fáze hospodářského cyklu, který má vliv na příjmovou stranu státních rozpočtů. Státní pokladniční

poukázky bývají obvykle emitovány v pravidelných intervalech, ale mohou být emitovány i mimořádně, což má spojitost právě s fází hospodářského cyklu. [8]

Pokladniční poukázky jsou velmi málo rizikové, vzhledem ke své krátkodobosti a vysoké likviditě, na druhou stranu nesou investorovi relativně nízký výnos. [8]

2.2.2.2 Americké vládní dluhopisy

Americké vládní (federální) dluhopisy jsou emitovány americkým ministerstvem financí, které pro tyto účely zřídilo kancelář pro veřejný dluh (Bureau of the public debt). Vlastní emise zabezpečuje newyorská federální rezervní banka.

Americká vláda vydává jak dluhopisy obchodovatelné, které je možné před datem splatnosti dále prodat, tak dluhopisy neobchodovatelné, které prodat nelze.

Obchodovatelných amerických vládních dluhopisů existují 4 druhy:

Treasury bills (T-billy) jsou diskontované, bezkupónové dluhopisy se splatností do 52 týdnů (tedy obdoba státních pokladničních poukázek). Jsou vydávány týdně, jejich splatnost je 4, 13, 26 nebo 52 týdnů a jejich jmenovitá hodnota činí násobky 100 dolarů.

Treasury notes (T-noty) jsou kupónové dluhopisy se splatností 2, 5 nebo 10 let. Jmenovitá hodnota je rovněž v násobcích 100 dolarů a pevné kupóny jsou vypláceny pololetně.

Treasury bonds (T-bondy) jsou kupónové dluhopisy se splatností od 10 do 30 let. Jmenovitou hodnotou jsou opět násobky 100 dolarů, pevné kupóny jsou vypláceny pololetně.

Protiinflační vládní dluhopisy (TIPS) jsou inflačně indexovanými dluhopisy jejich splatnost je 5, 10 nebo 20 let, se jmenovitou hodnotou v násobcích 100 dolarů. Jmenovitá hodnota a kupóny těchto dluhopisů se s inflací zvyšují (s deflací snižují). [5]

2.2.2.3 Německé vládní dluhopisy

Německé vládní dluhopisy emituje spolkové ministerstvo financí prostřednictvím jím zřízené agentury pro financování. Samotná emise je zabezpečována německou centrální bankou.

Německá vláda vydává tyto dluhopisy:

Bubill je vládní bezkupónový dluhopis, jehož splatnost je šest měsíců a bývá emitován každé tři měsíce. Minimální jmenovitou hodnotou je 1 milion eur.

Shatz je také bezkupónový dluhopis se splatností 24 měsíců (čili už se řadí do kategorie střednědobých). Aukce jsou uskutečňovány v tříměsíčních intervalech.

Bobl je dluhopis se splatností pět a čtvrt roku s ročními pevnými kupóny. Je emitován v půlročních intervalech.

Bund je dluhopis s až třicetiletou splatností s ročními pevnými kupóny.

Inflačně indexovaný dluhopis je dluhopis s ročními kupóny se splatností 5 nebo 10 let. [5]

2.2.2.4 České vládní dluhopisy

České vládní dluhopisy emituje české ministerstvo financí a samotnou emisi provádí Česká národní banka. České vládní dluhopisy se na primárním trhu prodávají pouze přímým účastníkům formou americké aukce. Českými vládními dluhopisy jsou:

Bezkupónové dluhopisy (státní pokladniční poukázky) mají splatnost do jednoho roku, standardně jsou vydávány na splatnost 13, 26, 39 a 52 týdnů. Jsou diskontované, se jmenovitou hodnotou 1 milion Kč. Jsou vydávány na doručitele, v zaknihované podobě.

Středně a dlouhodobé kupónové dluhopisy mají jmenovitou hodnotu 10 000 Kč, jsou emitovány s pevným i variabilním kupónem. Doba splatnosti je od tří let výše. Jsou vydávány na doručitele v zaknihované podobě. [5, 15]

2.2.2.5. Úvěrové riziko země

Definice úvěrového rizika země podle Jílka: „Úvěrové riziko země je druhem úvěrového rizika, a to riziko selhání zahraniční vlády či agentury podporované vládou, a to v plné víře a důvěře. Plná víra a důvěra představuje ručení federální (národní), státní či místní vlády daněmi a nedaňovými příjmy za platbu jistiny a úroků z úvěru či dluhopisů. Čím je země důvěryhodnější, tím má vyšší hodnocení a tím je nižší výnosnost jí emitovaných dluhových nástrojů, protože se snižuje pravděpodobnost nesplacení dluhového nástroje. Země jsou obecně nejlepšími emitenty. Výjimečně toto neplatí.“ [5, s. 236]

Investice do státních dluhopisů je obecně považována za nízkorizikovou, avšak do problémů se splácením závazků se mohou dostat také země. Posledním významným příkladem je bankrot Argentiny z prosince 2001, kdy věřitelé přišli o cca 60 % hodnoty svých pohledávek. [5]

V žádné zemi neexistuje právní úprava úpadku země. V případě úpadku země se nepostupuje jako v případech úpadků soukromých podniků. Země se nestává předmětem insolventního řízení. U státního dluhu je velkým problémem fakt, že státní dluh drží velké množství věřitelů, je tedy velmi obtížné koordinovat jednání se všemi těmito věřiteli. V současnosti se při státních bankrotech používá doložka o společném postupu, která zavazuje všechny vlastníky dluhopisů k jednotnému postupu při vypořádání dluhu, který schválí většina vlastníků. Tato doložka umožňuje provést restrukturalizaci v případě souhlasu kvalifikované většiny věřitelů v nesplacené jistině. Kvalifikovanou většinou se rozumí 75 % věřitelů. Doložka dále brání menšinovým věřitelům ve vynucování splacení dluhu po selhání a umožňuje jmenovat stálého představitele, který věřitele zastupuje. [5]

Vyčíslení úvěrového rizika (nejen země) je značně obtížný úkol, proto ve světě působí několik společností, které se specializují na kvantifikaci úvěrového rizika. Tyto společnosti jsou označovány jako ratingové agentury. Nejznámějšími ratingovými agenturami jsou společnosti Standard and Poor's, Moody's a FitchIBCA, kterým se souhrnně říká „velká trojka“. Tyto hodnotící agentury jsou placeny emitenty hodnocených cenných papírů. Zajímavým faktem je, že naopak vlády, které emitují dluhopisy, tyto poplatky hodnotícím agenturám neplatí. Ratingové hodnocení států agentury provádějí zdarma, jen za účelem vlastní propagace, přesto si postupem času získaly značný vliv na trh s vládními dluhopisy. Vinš a Liška definují rating jako: „stanovení rizika nedodržení závazku vyplývajícího z emise dluhopisů nebo jiných závazků provedené nezávislou ratingovou agenturou, která emisi, resp. emitentovi udělí odpovídající ratingovou známku.“ [12, s. 1]

Kredibilita emitentů vládních obligací byla hodnocena poprvé v roce 1919 agenturou Moody's. Přestože bývá v současné době důvěryhodnost ratingového hodnocení států a nejen států často zpochybňována, toto hodnocení ponechává významný vliv na úspěšnost umístění vládních obligací na trhu a na výši úroků z vládních dluhopisů. Někteří čelní evropští politikové dokonce označují ratingové agentury za hlavní strůjce současných problémů se splácením dluhů evropských zemí. [2,5]

Pro ratingové hodnocení je využívána bodová stupnice, kdy nejvyšším hodnocením je hodnocení AAA, kterým se vyznačuje mizivá pravděpodobnost bankrotu. Naproti tomu nejnižším stupněm je hodnocení D, které naopak vyjadřuje vysokou pravděpodobnost bankrotu. [2]

3. Evropská měnová unie a dluhopisy denominované v eurech

V této kapitole bude nejprve stručně definován pojem Evropské měnové unie a vyjmenovány země, které do EMU vstoupily. Následně bude věnována pozornost institucím EMU a blíže bude vymezena Evropská centrální banka, její orgány, cíle a nástroje, které ECB k naplnění těchto cílů využívá. Dále bude poukázáno na kritéria pro vstup do HMU a způsoby, kterými jsou koordinovány hospodářské politiky v prostoru HMU. V poslední části bude popsáno, jaký předpokládaný vliv by měla mít jednotná měna na trh státních dluhopisů.

3.1 Evropská měnová unie (hospodářská a měnová unie)

Evropskou měnovou unií tvoří členské země Evropské unie platící společnou měnou euro, jejichž měnová politika podléhá jedné společné monetární autoritě – Evropské centrální bance (ECB). Vznik eurozóny se datuje k 1. lednu roku 1999, kdy jednotná měna euro v bezhotovostním platebním styku nahradila jednotlivé národní měny. V hotovostním platebním styku sice nadále zůstaly národní měny, ale byly stanoveny neodvolatelné přepočítací poměry. Od roku 1999 měla eurozóna 11 členských států (Belgie, Finsko, Francie, Irsko, Itálie, Lucembursko, Německo, Nizozemsko, Portugalsko, Rakousko a Španělsko), které splnily podmínky pro přijetí společné měny. Od 1. ledna roku 2002 pak byly eurobankovky a mince zavedeny jako zákonné platidlo už ve 12 členských státech Evropské unie (k původním 11 se přidalo Řecko). K 1. lednu letošního roku (2012) měla eurozóna již 17 členů. 1. 1. 2007 vstoupilo Slovinsko, 1. 1. 2008 vstoupil Kypr a Malta, 1. 1. 2009 Slovensko a 1. 1. 2011 vstoupilo Estonsko. [8]

3.1.1 Institucionální rámec HMU

Měnová politika v HMU je spoluvytvářena třemi uskupeními – Evropským systémem centrálních bank, Eurosystémem a hlavně Evropskou centrální bankou.

3.1.1.1 Evropský systém centrálních bank (ESCB)

ESCB je tvořen Evropskou centrální bankou a centrálními bankami všech členských států EU (těch je 27). ESCB tedy tvoří jak centrální banky zemí eurozóny, tak také centrální banky zemí, které dosud do eurozóny nevstoupily. Centrální banky nečlenských zemí provádějí měnovou politiku samostatně a neúčastní se plnění základních aktivit HMU, např. provádění měnové politiky v rámci eurozóny, jsou ale povinny řídit se zásadami měnové

politiky se zaměřením na cenovou stabilitu. Členové ESCB také spolupracují s Eurosystémem v dalších oblastech, jako jsou statistická měření a účast v platebním systému TARGET. [8]

3.1.1.2 Eurosystém

Eurosystém tvoří Evropská centrální banka a jednotlivé národní centrální banky členských zemí eurozóny, jeho hlavní činností je plnění úkolů centrálního bankovníctví v eurozóně, tedy v první řadě se jedná o udržování cenové stability. Udržováním cenové stability se rozumí udržování míry inflace (měřené indexem spotřebních cen) pod úrovní 2 %. Dalšími úkoly centrálního bankovníctví, které eurosystém plní je zajišťování devizových operací, platebního styku, vydávání bankovek, sběr a sestavování statistik, mezinárodní a vzájemná spolupráce, podpora centrálních bank a finanční stability. [8]

3.1.1.3 Evropská centrální banka (ECB)

Evropská centrální banka se stala nezávislou nadnárodní měnovou autoritou v Evropské měnové unii k 1. lednu roku 1999, činnost zahájila v červnu 1998. Sídlem ECB je Frankfurt nad Mohanem. Současným prezidentem ECB je Ital Mario Draghi, který na tomto postu v roce 2011 vystřídal Francouze Jeana-Cleauda Tricheta.

Nezávislost Evropské centrální banky zahrnuje čtyři základní charakteristiky (tyto charakteristiky se vztahují také k centrálním bankám členských zemí):

- Institucionální nezávislost znamená, že Evropská centrální banka (ani národní centrální banky) nejsou žádným způsobem podřízeny ani orgánům Evropské unie ani jednotlivým vládám, nemohou od nich přijímat pokyny.
- Funkční nezávislostí se myslí fakt, že hlavním cílem měnové politiky musí být péče o cenovou stabilitu.
- Osobní nezávislost znamená, že vrcholné orgány Evropské centrální banky a národních centrálních bank mají funkční období v délce alespoň pět let a není je možné odvolat z politických důvodů.
- Finanční nezávislostí je nemožnost, aby vlády využívaly národní centrální banky k financování výdajů státního rozpočtu, vlády také nesmějí ovlivňovat rozpočty centrálních bank. [9]

3.1.1.3.1 Orgány ECB

Evropská centrální banka má tři hlavní řídicí orgány a to Řídící radu, Výkonný výbor a Generální radu.

Řídící rada neboli Rada guvernérů je nejvyšším rozhodovacím orgánem ECB a je tvořena guvernéry centrálních bank jednotlivých zemí eurozóny a členy Výkonného výboru. Řídící rada má za úkol činit rozhodnutí, jimiž je podmíněno plnění úkolů svěřených ESCB. Řídící rada dále formuluje samotnou měnovou politiku HMU a přijímá rozhodnutí, která se týkají střednědobých cílů měnové politiky, výše rezerv a úrokových sazeb, dále vydává prováděcí předpisy. [8]

Výkonný výbor se skládá z prezidenta ECB, viceprezidenta a čtyř dalších členů. Členové Výkonného výboru musejí být občany členských států HMU, návrh na jejich jmenování podává Rada EcoFin a jmenuje je Evropská rada, kandidáty ale musí potvrdit Evropský parlament. Členové Výkonného výboru jsou odvolatelní na návrh Výkonného výboru samotného nebo Řídící rady. Výkonný výbor je orgán, který provádí měnovou politiku na základě zásad a rozhodnutí, která přijala Řídící rada a na tomto základě následně instruuje centrální banky členských států. Na Výkonný výbor mohou být také Řídící radou delegovány některé její pravomoci. [8]

Generální radu tvoří prezident a viceprezident ECB a guvernéři centrálních bank všech členských zemí EU, je jedním z poradních sborů ESCB, podílí se na přípravě čtvrtletních a výročních zpráv ECB a týdenních konsolidovaných finančních výkazů, atd. [8]

3.1.1.3.2 Nástroje měnové politiky

Operace na volném trhu

Operace na volném trhu jsou nejdůležitějším nástrojem monetární politiky. Používají se k ovlivňování úrokových sazeb, řízení likvidity na peněžním trhu a signalizování směru měnové politiky.

K operacím na volném trhu se řadí následující čtyři skupiny operací:

- Hlavní referenční operace jsou pravidelnými reverzními transakcemi sloužícími k zajištění likvidity, uskutečňují se jednou za týden s týdenní splatností.

- Dlouhodobější referenční operace jsou reverzními transakcemi zajišťujícími likviditu, uskutečňují se jednou měsíčně, splatnost mají zpravidla tři měsíce.
- Operace jemného doladění jsou nepravidelné, za cíl mají řízení stavu likvidity na peněžním trhu a ovlivňování úrokových sazeb. Jsou používány ke zmírňování vlivu na úrokové sazby, způsobeného neočekávanými výkyvy ve stavu likvidity na trhu.
- Strukturální operace jsou prováděny, kdykoli si ECB přeje upravit strukturální likviditu Eurosystemu vůči finančnímu sektoru (např. objem likvidity na trhu v dlouhodobějším horizontu). Strukturální operace lze provádět pomocí reverzních transakcí, přímých operací nebo dluhových cenných papírů ECB.

Stálé facility

Nástroj stálých facilit dodává a absorbuje jednodenní likviditu. Úrokové sazby stálých facilit určují horní a dolní hranici pro jednodenní sazby na peněžním trhu.

Ze stálých facilit se využívá:

- Mezní zápůjční facilita, která umožňuje protistranám (finančním institucím) získat do proti způsobilým aktivům do druhého dne likviditu od národních centrálních bank.
- Vkladová facilita – pomocí této facility mohou protistrany ukládat prostředky u národních centrálních bank do druhého dne.

Minimální rezervy

Také Eurosystemem je vyžadováno, aby úvěrové instituce držely na účtech národních centrálních bank minimální rezervy. Tento nástroj má za úkol stabilizaci úrokových sazeb na peněžním trhu a vytvoření (nebo zvýšení) strukturálního nedostatku likvidity.

Rozšíření seznamu aktiv způsobilých jako zajištění

Eurosystem může rozhodnout, že sníží požadavky na minimální zajištění, které musí banky poskytnout při půjčování peněz od Eurosystemu. Cílem tohoto opatření je zlepšit přístup bank k likviditě.

Dlouhodobější poskytování likvidity

Obvykle Eurosystem poskytuje pravidelně jednu dlouhodobější refinanční operaci za měsíc se splatností tři měsíce. Za mimořádných okolností může být zvýšena četnost těchto operací a prodloužena doba splatnosti.

Další nástroje

K dalším nástrojům monetární politiky, používaným Eurosystemem patří poskytnutí likvidity s pevnou sazbou a plným přidělením, poskytování likvidity v cizích měnách, přímé nákupy specifických finančních nástrojů a program pro trhy cenných papírů. [14]

3.1.2 Maastrichtská kritéria

Aby členská země Evropské unie mohla být přijata za člena eurozóny, musí splnit několik hospodářsko-politických a fiskálních podmínek, pro něž se vžilo označení Maastrichtská konvergenční kritéria.

Ustanovení Maastrichtských konvergenčních kritérií bylo motivováno snahou k tomu, aby do měnové unie vstupovaly pouze země, které prokazují vysoký stupeň udržitelné konvergence a také dostačující makroekonomickou stabilitu. Do skupiny těchto konvergenčních kritérií patří:

Cenová stabilita

Kritérium cenové stability je měřeno pomocí harmonizované míry inflace spotřebitelských cen. Kritériem je míra inflace přesahující průměrnou míru tří členských států EU s nejnižší mírou inflace maximálně o 1,5 p. b.

Stálost konvergence

Stálost konvergence je hodnocena prostřednictvím dlouhodobé úrokové míry. Kandidátská země musí splňovat hodnotu dlouhodobé úrokové míry přesahující průměrnou míru tří členských zemí EU s nejnižší mírou inflace maximálně o 2 p. b.

Charakter veřejných financí

Kritériem pro hodnocení charakteru veřejných financí je velikost deficitu státního rozpočtu v procentech HDP. Hodnocená země nesmí mít schodek větší než 3 % HDP.

Udržitelnost veřejných financí

Kritériem pro hodnocení udržitelnosti veřejných financí je poměr veřejného dluhu k HDP vyjadřovaný v procentech HDP. Kandidátská země musí mít veřejný dluh v maximální výši 60 % HDP.

Stabilita směnného kurzu

Hodnocena je odchylka od centrálního kurzu. Kritériem je účast v ERM II nejméně po dobu dvou let bez závažnějších problémů. [8]

3.1.3 Koordinace hospodářských politik v rámci HMU

Vytvoření HMU bylo motivováno také snahou o plnění jednoho z cílů EU, a to dosažení vyváženého a udržitelného hospodářského růstu a s ním spojené vysoké zaměstnanosti. HMU má za úkol podporovat tento cíl jak prostřednictvím řízením měnových, tak také hospodářských záležitostí eurozóny. Oblast měnové politiky byla přiblížena výše, hospodářská politika eurozóny je na zodpovědnosti především jednotlivých členských států, které však tvorbu svých hospodářských politik koordinují v kontextu cílů Společenství. Tato koordinace probíhá prostřednictvím Evropské komise a Rady EcoFin. Rada EcoFin je tvořena ministry hospodářství a financí členských států EU a každoročně určuje a do praxe uvádí základní směr hospodářské politiky. Mezi nástroje, pomocí kterých tento proces koordinace hospodářské politiky probíhá, patří zejména:

Euroskupina představuje seskupení ministrů hospodářství a financí členských zemí eurozóny. Euroskupina představuje prostor pro jednání o záležitostech týkajících se bezprostředně přímo eurozóny a koordinace politik v rámci eurozóny. Euroskupina je neformálním seskupením.

Pakt stability a růstu je rámcem pro kontrolu a dohled nad ekonomikami členských států eurozóny a měl by napomáhat při prosazování pravidel fiskální disciplíny v HMU a nastolení požadovaného stavu veřejných financí členských zemí. Podepsáním Paktu stability a růstu se státy zavázaly dodržovat fiskální kritéria. Státy jsou povinny udržovat deficity veřejných financí pod hranicí 3 % HDP a hodnotu veřejného dluhu udržovat pod hranicí 60 % HDP. Pokud tato kritéria nejsou dodržována, Rada EcoFin schválit udělení postihu (finanční pokuty) příslušnému státu.

Obecné zásady hospodářské politiky jsou nezávazné směry hospodářské politiky, kterými se Společenství a jednotlivé členské státy mohou řídit. Tyto zásady patří k hlavním nástrojům, pomocí nichž je zajištěna koordinace hospodářských politik v EU. Zásady schvaluje Rada ministrů na základě doporučení Evropské komise nebo jednotlivých členských států. Evropská komise a Rada následně sledují provádění těchto směrů. [8]

3.2 Dluhopisy denominované v eurech

Jednotlivé členské země Evropské měnové unie po svém vstupu přijaly jednotnou evropskou měnu euro. Tyto země tedy financují záporná salda svých státních rozpočtů mimo jiné emisí dluhopisů, které jsou po vstupu do EMU většinou denominovány v eurech. Tyto dluhopisy následně mohou odkoupit především domácí nebo zahraniční subjekty (banky, penzijní fondy), ale teoreticky také národní centrální banka nebo v případě EMU také Evropská centrální banka. Tato možnost je ve velké většině zemí omezena příslušným zákonem (zákaz nákupu vládních dluhopisů v podstatě vyplývá z nezávislosti centrální banky), v případě Evropské centrální banky tomu není jinak. Maastrichtská smlouva přímo zakazuje ECB i národním bankám přímý nákup dluhových nástrojů, a to i za předpokladu, že by příslušným zemím skutečně hrozila neschopnost splácet své dluhy. Tento zákaz má spojitost s hlavním cílem ECB, tedy udržováním cenové stability, která by mohla být nákupem státních dluhopisů členských zemí ohrožena. Druhou stranou tohoto problému je fakt, že zhoršující se fiskální situace zemí spojená s neochotou (a nemožností) odkupu vládních dluhopisů ECB může mít za následek zhoršení situace na finančním trhu, vlády těchto rizikových zemí mohou mít velké problémy s umístěním dluhopisů na trhu a případná emise bude spojena s požadovanými vyššími rizikovými přírážkami a tedy i vyššími úrokovými sazbami ze strany investorů. [7]

Na druhou stranu se předpokládá, že emisi vládních dluhopisů denominovaných v eurech je potenciálně jednodušší umístit na finančním trhu, čemuž by mělo napomáhat právě euro, které je globální rezervní měnou. Fakt, že je euro globální rezervní měnou zvyšuje očekávání potenciálních investorů, že v případě, kdy země přestane být schopna splácet své dluhy, dostane se jí pomoci od ostatních členských zemí eurozóny nebo institucí EU, případně jiných mezinárodních organizací, zejména MMF. Případný bankrot jedné ze členských zemí s sebou totiž nese velké riziko dalších negativních dopadů, které mohou zasáhnout i zbývající země eurozóny a další státy nebo subjekty, jež spoléhají na jeho stabilitu. K dalším argumentům pro

jednodušší umístění na finančním trhu patří odstranění kurzových výkyvů a transakčních nákladů a cenová stabilita. [4,7]

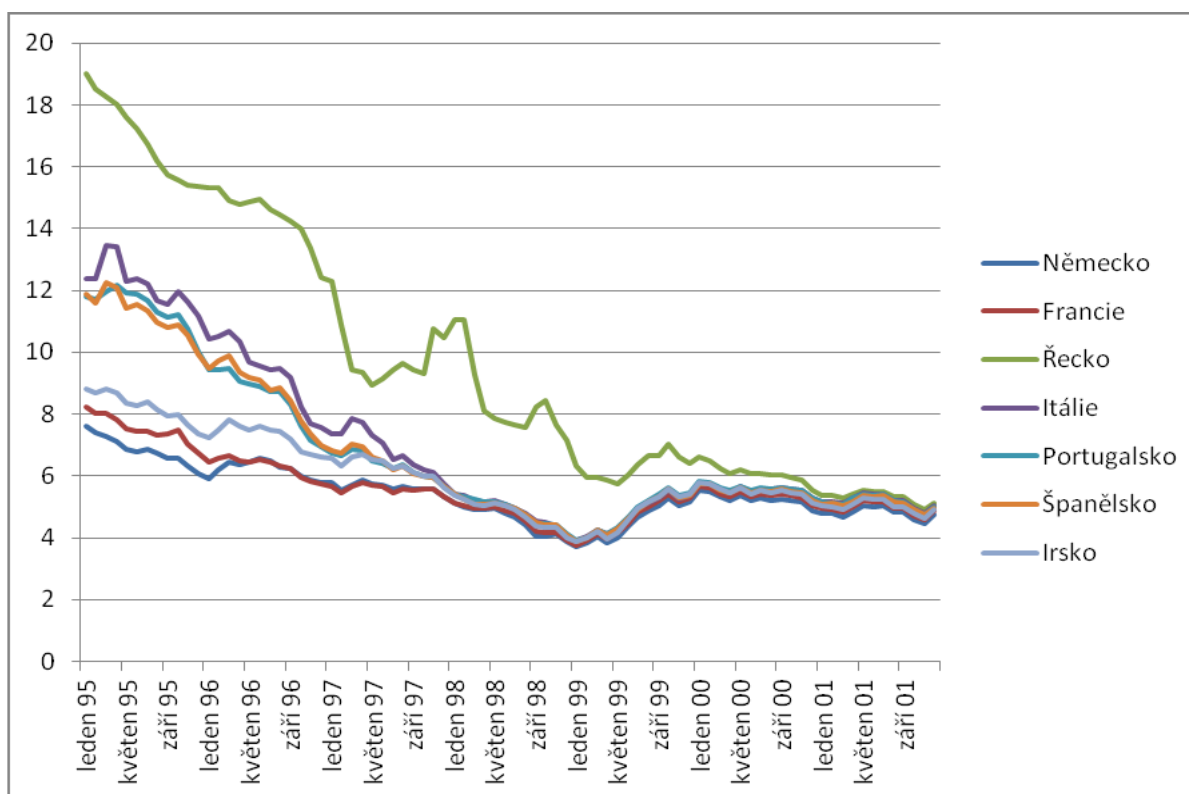
Lacina popisuje problém předlužení členské země následovně: „Konkrétně domnívají-li se finanční investoři, že veřejný dluh některé členské země HMU je nadále neudržitelný, mohou považovat celou eurozónu za potenciálně rizikovou oblast, způsobit problémy na trhu s cennými papíry, odliv kapitálu a oslabení eura. Prostřednictvím znehodnocení společné měny a potenciálního kolapsu trhu s cennými papíry se počáteční problémy mohou přenést do ostatních zemí, popř. celé eurozóny, a přivodit hospodářské potíže. Spoléhání se na pomoc ostatních členských zemí, kdy hrozba nesplacení dluhu stejně jako vyloučení z eurozóny se nejeví jako reálné, a „flexibilnější“ vynucování závazků plynoucích z Paktu stability a růstu tak mohou paradoxně zvětšovat prostor pro nezodpovědnou politiku participující země. Naproti tomu splnění podmínek uvedených v Paktu stability a růstu by mělo předcházet výraznější diferenciaci úrokových sazeb vládních dluhopisů a usnadnit řízení dluhové služby jednotlivých zemí bez ohrožení stability a důvěryhodnosti eurozóny jako celku.“ [7, s. 175]

4. Vývoj úrokových sazeb evropských státních dluhopisů

Tato kapitola je zaměřena na zhodnocení a kvantifikaci vztahu mezi vývojem úrokových sazeb státních dluhopisů vybraných zemí eurozóny. Pro tento účel byly vybrány hodnoty úrokových sazeb státních dluhopisů osmi zemí – Řecka, Portugalska, Itálie, Irska, Španělska, Francie, Německa a Slovenska. Hodnocení vývoje úrokových sazeb bude probíhat pomocí statistických metod (korelační analýzy) ze souboru dat, který zachycuje měsíční průměry z úrokových sazeb (výnosů) státních dluhopisů se splatností 10 let, obchodované na sekundárním trhu. [19] Posuzovány budou úrokové sazby za období od ledna 2002 (kdy byla dokončen proces budování HMU) do prosince 2011, pouze v případě Slovenska to bude až od ledna 2009, kdy Slovensko vstoupilo do eurozóny. Zdrojem vstupních dat jsou statistiky Evropské centrální banky. Na začátku bude krátce okomentován také vývoj těchto úrokových sazeb v letech před dokončením procesu budování HMU.

4.1 Vývoj úrokových sazeb v letech před vznikem HMU

Graf 4.1 Vývoj úrokových sazeb desetiletých státních dluhopisů vybraných zemí (1995-2001, v %)



Zdroj: www.ecb.int

Na grafu 4.1 lze názorně vidět proces konvergence úrokových sazeb státních dluhopisů zemí eurozóny v letech předcházejících roku 2002, kdy byla jednotná měna euro zavedena do hotovostního oběhu a byl tak dokončen proces budování HMU. Zatímco rozdíl mezi maximální a minimální průměrnou měsíční úrokovou sazbou ze skupiny desetiletých státních dluhopisů Irska, Španělska, Portugalska, Itálie, Francie a Německa klesl již v prosinci 1997 na 42 bazických bodů, tak pokud bychom tuto skupinu rozšířili ještě o státní dluhopisy Řecka, tento rozdíl by klesl pod hranici 50 bazických bodů až v květnu 2001. V lednu 1995 přitom spread mezi úrokovou sazbou italských a německých desetiletých státních dluhopisů nabýval hodnoty 4,77 p. b., v lednu 1996 to bylo 4,54 p. b., spread mezi úrokovou sazbou řeckých a německých dluhopisů měl v lednu 1995 hodnotu 11,4 p. b. a v lednu 1996 9,41 p. b.. V Řecku bylo euro zavedeno až v roce 2002, zatímco v ostatních uvedených zemích bylo euro zavedeno již v roce 1999, i když tehdy pouze v bezhotovostní podobě. Tento fakt způsobil uvedené opoždění konvergence úrokových sazeb řeckých státních dluhopisů k úrokovým sazbám státních dluhopisů ostatních sledovaných zemí.

Je tedy zřejmé, že již očekávání vstupu daných zemí do eurozóny zapůsobilo na finančních trzích jako faktor, který postupně téměř sjednotil výši úrokových sazeb státních dluhopisů jednotlivých zemí a úvěrové riziko těchto zemí bylo tedy finančními trhy hodnoceno jako téměř totožné. Z dnešního pohledu se jednalo evidentně o neracionální očekávání finančních trhů a subjektů na finančních trzích – ty vycházely z představy, že jednotná měna přinutí členské země měnové unie k dodržování rozpočtové disciplíny (pro tyto účely byl členskými zeměmi schválen Pakt stability a růstu). Dále se předpokládalo, že jednotná měna přispěje k ekonomické konvergenci členských zemí a také napomůže k vyššímu tempu hospodářského růstu členských zemí eurozóny.

4.2 Zhodnocení vývoje úrokových sazeb za celé sledované období (2002-2011)

V tabulce 4.1 jsou zaznamenány hodnoty koeficientů korelace mezi úrokovými sazbami desetiletých státních dluhopisů vybraných zemí. Tyto hodnoty jsou vypočítány za celé období let 2002-2011. Z tabulky můžeme vyčíst, že za celé toto období vykazoval velmi vysoký stupeň pozitivní lineární závislosti vývoj úrokových sazeb státních dluhopisů mezi Francií a Německem, Portugalskem a Řeckem, Irskem a Řeckem, Irskem a Portugalskem. Dále vysoký stupeň pozitivní lineární závislosti můžeme sledovat mezi vývojem úrokových

sazeb Itálie a Portugalska, Itálie a Španělska, Španělska a Portugalska a Irska a Španělska. Významný stupeň pozitivní lineární závislosti pak sledujeme mezi vývojem úrokových sazeb Slovenska a Francie, Itálie a Řecka, Španělska a Řecka a Irska a Itálie. Zajímavým faktem jsou však také negativní hodnoty koeficientu korelace, které jsou v tabulce obsaženy. Nejsilnější negativní lineární závislost mezi sebou vykazují hodnoty úrokových sazeb Německa a Řecka, tento stupeň lineární závislosti se označuje za významný. V tabulce je dalších šest negativních hodnot, které však již nenabývají významného stupně lineární závislosti.

Tab. 4.1 Koeficient korelace mezi úrokovými sazbami státních dluhopisů vybraných zemí mezi lety 2002-2011

	Německo	Francie	Řecko	Itálie	Portugalsko	Španělsko	Irsko	Slovensko ¹
Německo	1,0000	0,9526	-0,6530	0,0530	-0,4956	0,0340	-0,4652	0,2426
Francie		1,0000	-0,4667	0,3332	-0,2835	0,2750	-0,2770	0,6330
Řecko			1,0000	0,6003	0,9626	0,6970	0,9056	-0,0531
Itálie				1,0000	0,7347	0,8940	0,6025	0,4705
Portugalsko					1,0000	0,7866	0,9040	0,1182
Španělsko						1,0000	0,7837	0,1137
Irsko							1,0000	0,0833
Slovensko								1,0000

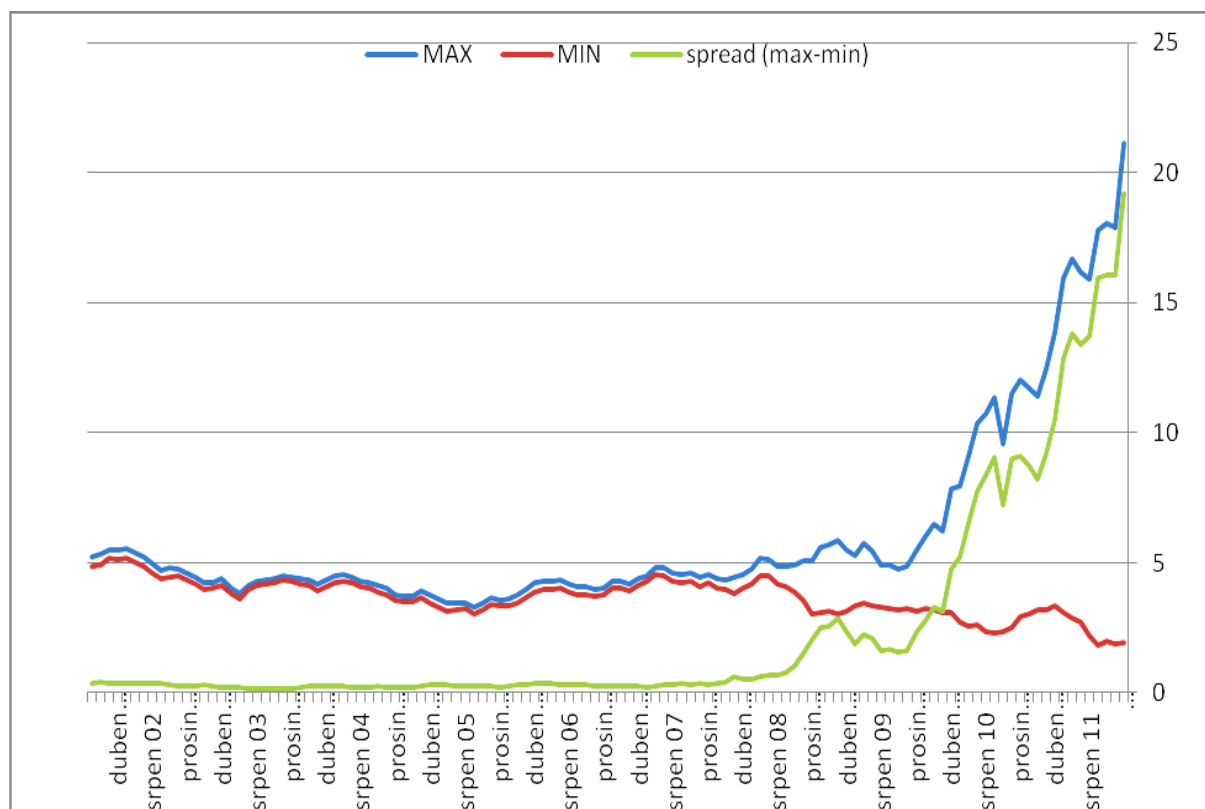
Zdroj: www.ecb.int, vlastní výpočty

Dalším ukazatelem využitým pro účely této práce je ukazatel spreadu (rozdílu) mezi nejvyšší a nejnižší průměrnou úrokovou sazbou v rámci úrokových sazeb vybraných zemí. Tento ukazatel je zachycen v grafu 4.2. Modrou čarou je vyznačena nejvyšší hodnota úrokové sazby za každý měsíc, červenou čarou nejnižší hodnota a zelenou čarou rozdíl (spread) mezi těmito hodnotami. Nejnižší hodnoty v drtivé většině případů dosahovaly úrokové sazby německých dluhopisů, jen v letech 2005 a 2006 se několikrát stalo, že ještě nižší úrokové sazby než německé měly irské státní dluhopisy. Za sledované desetileté období dosáhla hodnota tohoto spreadu minima v září 2003, a to hodnoty 15 bazických bodů (tedy 0,15 p. b.).

¹ V případě Slovenska jsou výpočty provedeny za období let 2009-2011

V září 2003 se obchodovaly německé desetileté státní dluhopisy průměrně s úrokovou sazbou 4,17 % a řecké dluhopisy průměrně s úrokovou sazbou 4,32 %. Nejvyšší spread pak připadá na prosinec 2011, kdy nabýval hodnoty 19,21 p. b., taktéž mezi německými (1,93 %) a řeckými (21,14 %) dluhopisy.

Graf 4.2 Vývoj spreadu mezi nejvyšší a nejnižší úrokovou sazbou vybraných státních dluhopisů v daném měsíci



Zdroj: www.ecb.int, vlastní výpočty

Na vývoji spreadů je vidět, že zatímco do druhé poloviny roku 2008 se úrokové sazby státních dluhopisů vybraných zemí vyvíjely v podstatě stejně a finanční trhy vnímaly státní dluhopisy těchto zemí jako téměř stejně rizikové, od druhé poloviny roku 2008 už finanční trhy začaly prisuzovat dluhopisům těchto jednotlivých zemí různou rizikovost a v souladu s tímto faktem také rostly rizikové přírážky u dluhopisů některých zemí, zejména Řecka, následně také Portugalska a Irska, od roku 2011 také Itálie a Španělska. Z důvodu takto rozdílného vývoje v průběhu času je účelné rozdělit bližší analýzu této problematiky zvlášť na roky 2002-2007 a 2008-2011.

4.3 Vývoj úrokových sazeb v letech 2002-2007

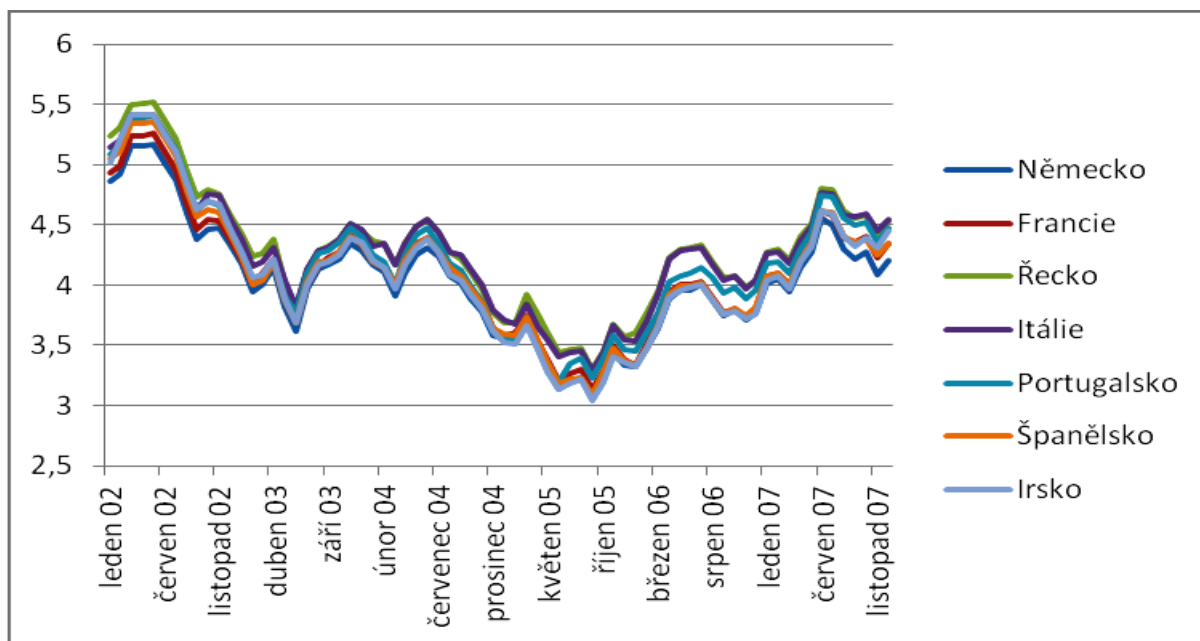
V prvních letech po dokončení projektu Hospodářské a měnové unie byly vnímány státní dluhopisy zemí eurozóny jako téměř stejně kvalitní a finanční trhy hodnotily úvěrové riziko jednotlivých zemí v zásadě obdobně. Tomu také odpovídal vývoj výše úrokových sazeb z těchto dluhopisů v prvních šesti letech existence eurozóny. Tento fakt je také zachycen na grafu 4.3. Je tedy zřejmé, že v prvních letech existence eurozóny se naplnily teoretické předpoklady uvedené v kapitole 3.2 a společná měna zapůsobila jako faktor, který velmi sblížil úrokové sazby ze státních dluhopisů členských zemí. Země s velmi rozdílnou úrovní veřejného dluhu, rozdílnou celkovou fiskální situací a rozdílnou ekonomickou silou platily obdobné úroky z emitovaných dluhopisů. Například v roce 2002 dosahoval podle statistik Eurostatu² poměr veřejného dluhu k HDP u Řecka 101,7 % a na druhou stranu tento poměr činil v případě Irska 31,9 %, mezi těmito dvěma zeměmi navíc existuje značný rozdíl v ekonomické výkonnosti ve prospěch Irska. Tyto dvě země patří k menším ekonomikám v rámci eurozóny a jsou tedy porovnatelné. Navzdory takto rozdílné úrovni veřejného zadlužení byla hodnota úrokové sazby irských státních dluhopisů v lednu 2003 pouze o 16 bazických bodů nižší než úroková sazba řeckých státních dluhopisů.

K důvodům tohoto stavu Eckert napsal: „Prakticky to bylo způsobeno tím, že Evropská centrální banka akceptovala půjčky všech eurostátů rovnoprávně jako jistinu, bez ohledu na specifické rozdíly v bonitě jednotlivých zemí. Banky po celé měnové unii dostaly výzvu, aby ve velkém stylu nakupovaly dluhopisy periferních zemí, protože jim přinesou o pár výnosových bodů více než Německé.“ [3, s. 145] K dalším faktorům působícím v tomto období na malé rozdíly mezi úrovní úrokových sazeb státních dluhopisů zemí eurozóny Eckert řadí Výborem pro bankovní dozor schválené předpisy o vlastním kapitálu, nazývané Basel II, které zařadily státní dluhopisy zemí eurozóny souhrnně do kategorie jistých investic, aniž by banky musely přihlížet k emitentům. Dalším důvodem byla nálada na finančním trhu, kdy investoři po prudkém propadu cen internetových akcií na počátku roku 2001 přesouvali své peníze na trh méně rizikových státních dluhopisů. Tyto faktory působily také na snižování úrokových sazeb v prvních letech. [3]

² <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tsieb090&plugin=1>

Výše úrokových sazeb od zavedení jednotné měny klesala až do roku 2005, ve kterém úrokové sazby pěti ze sledovaných zemí dosáhly minimálních hodnot v rámci celého desetiletého sledovaného období. V září 2005 to byly úrokové sazby řeckých (3,3 %), irských (3,04 %), italských (3,29 %) a španělských (3,09 %) dluhopisů, v červnu 2005 pak průměrná úroková sazba portugalských dluhopisů dosáhla minima na hodnotě 3,19 %.

Graf 4.3 Vývoj úrokových sazeb desetiletých státních dluhopisů vybraných zemí (2002-2007, v %)



Zdroj: www.ecb.int

Dalšími údaji, které ukazují, jak podobný byl vývoj úrokových sazeb v prvních letech existence eurozóny, jsou koeficienty korelace. Koeficienty korelace mezi lety 2002-2007 jsou uvedeny v tabulce 4.2. Hodnoty z této tabulky prokazují pozoruhodně velmi vysoký stupeň lineární závislosti mezi všemi sedmi sledovanými zeměmi navzájem (v tomto období ještě nebyl sledován vývoj úrokových sazeb slovenských státních dluhopisů). Nejnižší korelační koeficient mají mezi sebou úrokové sazby německých a řeckých státních dluhopisů. Přesto, že je tento koeficient nejnižší, nabývá hodnoty 0,9933, což značí velmi vysokou lineární závislost. Nejvyšší koeficient korelace má hodnotu dokonce 0,9987, a to mezi úrokovými sazbami německých a francouzských státních dluhopisů.

Tab. 4.2 Koeficient korelace mezi úrokovými sazbami státních dluhopisů vybraných zemí mezi lety 2002-2007

	Německo	Francie	Řecko	Itálie	Portugalsko	Španělsko	Irsko
Německo	1,0000	0,9987	0,9933	0,9945	0,9943	0,9977	0,9955
	Francie	1,0000	0,9935	0,9951	0,9950	0,9985	0,9968
		Řecko	1,0000	0,9975	0,9943	0,9944	0,9940
			Itálie	1,0000	0,9960	0,9944	0,9933
				Portugalsko	1,0000	0,9950	0,9944
					Španělsko	1,0000	0,9983
						Irsko	1,0000

Zdroj: www.ecb.int, vlastní výpočty

4.4 Vývoj úrokových sazeb v letech 2008-2011

V období od roku 2008 nabral vývoj úrokových sazeb státních dluhopisů jednotlivých zemí eurozóny naprosto odlišný směr, než v letech předcházejících. V roce 2008 se začaly ve výši úrokových sazeb dluhopisů některých zemí projevovat odstředivé tendence. Zatímco v některých zemích úrokové sazby spíše pozvolna klesaly (ze sledovaných zemí především Německo a Francie), u jiných zemí naopak úrokové sazby začaly stoupat, a to v některých případech velmi výrazně (především Řecko, následně také Irsko a Portugalsko). Tento odlišný vývoj se také projevil na růstu spreadů (rozdíl mezi nejvyšší a nejnižší průměrnou úrokovou sazbou je zachycen na grafu 4.2). V roce 2008, konkrétně v říjnu tento spread poprvé za sledované období překročil hranici jednoho procentního bodu, když dosáhl hodnoty 1,05 p. b., přičemž v prosinci 2008 již dosahoval hodnoty 2,03 p. b.. V obou případech se jednalo o spread mezi úrokovou sazbou německých (v říjnu 3,88 %, v prosinci 3,05 %) a řeckých desetiletých státních dluhopisů (v říjnu 4,93 %, v prosinci 5,08 %).

Odlišná tendence vývoje v období let 2008-2011 je zřejmá také z hodnot koeficientů korelace zachycených v tabulce 4.3. V letech 2002-2007 dosahovaly koeficienty korelace mezi úrokovými sazbami státních dluhopisů vybraných sedmi zemí hodnot vždy vyšších než 0,99 (zachyceno v tabulce 4.2), vývoj těchto úrokových sazeb tedy vykazoval velmi vysoký stupeň pozitivní lineární závislosti. V následujícím období let 2008-2011 již byl velmi vysoký stupeň pozitivní lineární závislosti zjištěn pouze mezi úrokovými sazbami francouzských a německých a také řeckých a portugalských státních dluhopisů. Vysoký stupeň pozitivní

lineární závislosti pak byl nalezen mezi úrokovými sazbami dluhopisů Španělska a Řecka, Řecka a Irska, Portugalska a Itálie, Španělska a Itálie, Španělska a Portugalska, Irska a Portugalska a Irska a Španělska. Významný stupeň pozitivní lineární závislosti pak mezi sebou v tomto období vykazovaly úrokové sazby italských a řeckých, slovenských a italských, irských a italských, slovenských a portugalských a slovenských a irských desetiletých státních dluhopisů.

Již zmiňovanou odlišnou tendenci vývoje dokazuje především korelační koeficient mezi úrokovými sazbami řeckých a německých dluhopisů, který dokonce vykazuje vysoký stupeň negativní lineární závislosti. Významný stupeň negativní lineární závislosti pak byl zjištěn také mezi úrokovými sazbami Portugalska a Německa, Irska a Německa a také Řecka a Francie.

Tab. 4.3 Koeficient korelace mezi úrokovými sazbami desetiletých státních dluhopisů vybraných zemí v letech 2008-2011

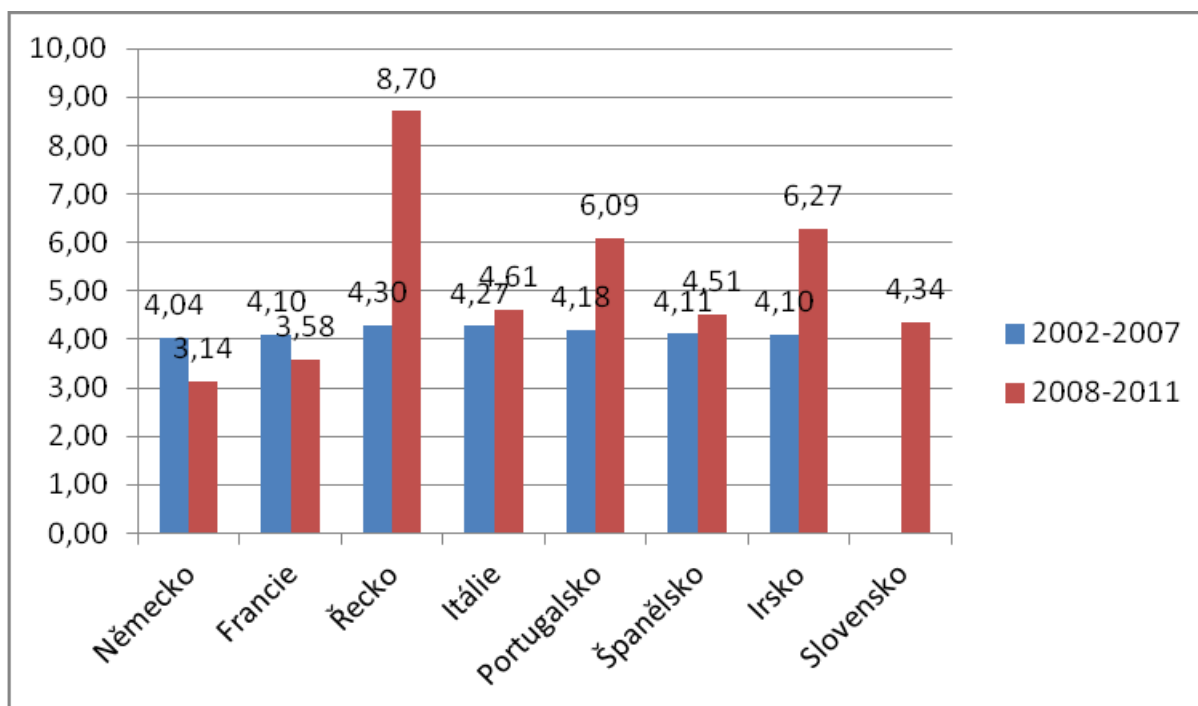
	Německo	Francie	Řecko	Itálie	Portugalsko	Španělsko	Irsko	Slovensko
Německo	1,0000	0,9366	0,7422	-0,2604	-0,6211	-0,3175	-0,5030	0,0268
Francie		1,0000	0,6010	0,0592	-0,4301	-0,1129	-0,3954	0,1995
Řecko			1,0000	0,6398	0,9631	0,8204	0,8639	0,2796
Itálie				1,0000	0,7671	0,7885	0,5151	0,6310
Portugalsko					1,0000	0,8733	0,8717	0,5184
Španělsko						1,0000	0,8449	0,4014
Irsko							1,0000	0,5174
Slovensko								1,0000

Zdroj: www.ecb.int, vlastní výpočty

Pomocným ukazatelem pro ilustraci rozdílnosti vývoje úrokových sazeb v těchto dvou obdobích mohou být průměrné hodnoty vypočítané jako aritmetický průměr výše úrokových sazeb jednotlivých zemí v jednotlivých měsících. Tento ukazatel je zachycen na grafu 4.4. Z tohoto grafu je možno vyčíst, že zatímco v případě Německa a Francie došlo k poklesu průměrné výše úrokových sazeb od roku 2008, oproti letům 2002-2007 (v případě Německa došlo k poklesu o 0,9 p. b., v případě Francie o 0,52 p. b.), tak naopak v případě Řecka došlo ke zvýšení tohoto ukazatele o 4,3 p. b., Irska 2,17 p. b. a Portugalska o 1,91 p. b.. Výše

úrokových sazeb těchto tří posledně jmenovaných zemí se tedy v období od roku 2008 velmi výrazně odchýlila od výše úrokových sazeb u ostatních sledovaných zemí.

Graf 4.4 Srovnání úrokových sazeb státních dluhopisů vybraných zemí v letech 2002-2007 a 2008-2011 (aritmetický průměr výše úrokových sazeb jednotlivých zemí v jednotlivých měsících, v %)



Zdroj: www.ecb.int, vlastní výpočty

4.4.1 Důvody odlišného vývoje v druhém sledovaném období

Co tedy bylo příčinou této změny ve vývoji úrokových sazeb státních dluhopisů zemí eurozóny od roku 2008?

Spread mezi průměrnou měsíční úrokovou sazbou německých a řeckých státních dluhopisů poprvé překročil hranici jednoho procentního bodu v říjnu 2008. Na tento fakt měla jistě vliv událost z 15. září roku 2008, kdy vyhlásila bankrot americká investiční banka Lehman Brothers; tato událost je přitom vnímána odborníky jako vyvrcholení finanční krize. Po pádu Lehman Brothers se prudce zvýšily úrokové sazby na mezibankovním trhu, což způsobilo téměř jeho zastavení, v důsledku toho došlo na finančních trzích k výpadku likvidity. Tento výpadek likvidity mohl mít vliv právě na snížení poptávky po dluhopisech, na druhou stranu však po bankrotu Lehman Brothers následoval prudký pokles kurzů amerických i evropských akcií. Investoři, kteří prodávají akcie, volné prostředky následně často investují

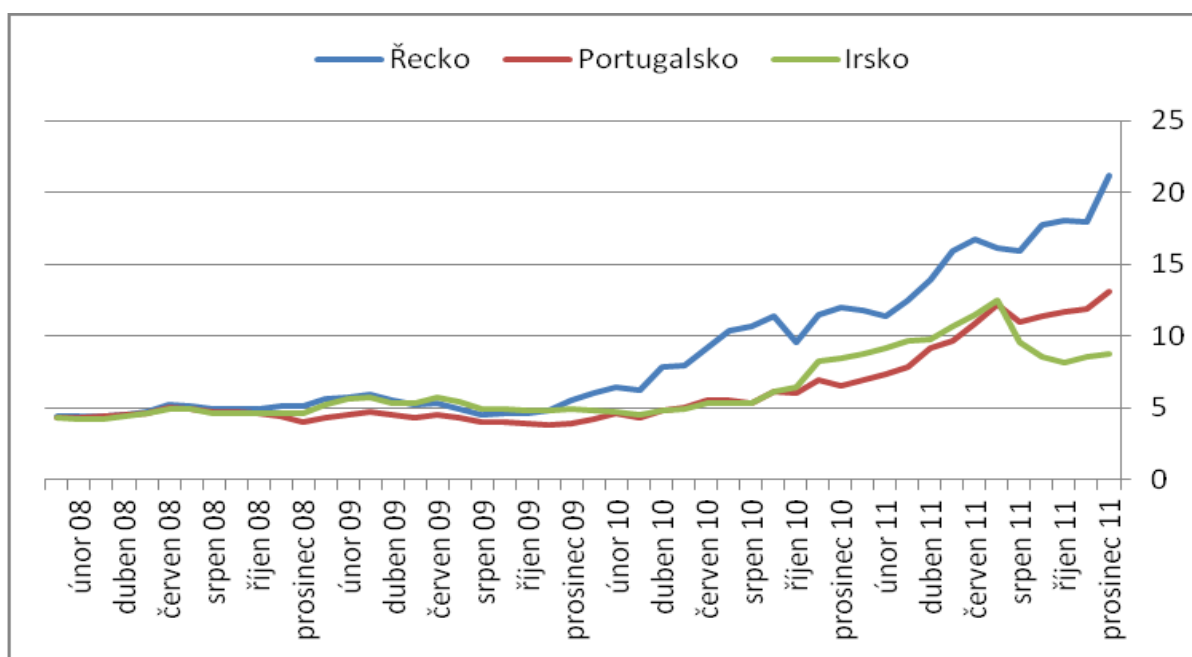
do státních dluhopisů, které jsou vnímány jako bezriziková investice, to se projevilo na snížení úrokových sazeb státních dluhopisů všech sledovaných zemí, kromě dluhopisů řeckých a irských. Spread mezi německými a řeckými státními dluhopisy se od října 2008 již nikdy nevrátil pod hranici 1 p. b., z počátku měl na růst tohoto ukazatele vliv převážně pokles úrokových sazeb německých dluhopisů, od konce roku 2009 již však převažoval vliv rostoucích úrokových sazeb řeckých dluhopisů. Spread mezi irskými a německými desetiletými státními dluhopisy se poprvé dostal na hranici 1 p. b. v listopadu 2008, od této doby se již také nevrátil pod hranici 1 p. b.. Růst úrokových sazeb řeckých dluhopisů byl v roce 2008 zatím dočasný, nicméně po 15. září 2008 se již začaly objevovat první odstředivé tendence ve vývoji úrokových sazeb sledovaných evropských státních dluhopisů a investoři již začali rozlišovat mezi zeměmi eurozóny z hlediska úvěrového rizika.

Na rozdílný vývoj úrokových sazeb státních dluhopisů zemí eurozóny měla samozřejmě vliv především rozdílná fiskální situace těchto zemí, rozdílná úroveň a dynamika vývoje státního dluhu. Mezi další faktory, které na odlišný vývoj úrokových sazeb působily je možno zařadit rozdílná ratingová hodnocení a odlišná dynamika růstu ekonomik. Těmto faktorům je věnována bližší pozornost v další části textu. Finanční trh nicméně tyto faktory až do druhé poloviny roku 2008 nepromítal do ceny státních dluhopisů sledovaných zemí.

Dále budou důvody daného vývoje úrokových sazeb zkoumány ve vztahu ke konkrétním zemím nebo skupinám zemí.

4.4.1.1 Řecko, Portugalsko a Irsko

Graf 4.5 Vývoj úrokových sazeb desetiletých státních dluhopisů Řecka, Portugalska a Irska (2008-2011, v %)



Zdroj: www.ecb.int

Na grafu 4.5 vidíme, že po již zmiňovaném mírném růstu úrokových sazeb řeckých dluhopisů nejprve od února 2008 do června 2008 (v červnu průměrná úroková sazba desetiletých řeckých státních dluhopisů poprvé překročila hranici 5 %) a po krátkém poklesu se úrokové sazby zvyšovaly opět od září 2008 do dubna 2009, kdy došlo opět k poklesu výše řeckých úrokových sazeb, který trval až do listopadu 2009. Na základě řeckých parlamentních voleb v říjnu 2009 byla zvolena nová vláda pod vedením Giogiose Papandreoua, který krátce po svém zvolení zveřejnil, že rozpočtový deficit řecké vlády v roce 2009 nebude 4 % HDP, jak uváděly oficiální odhady z roku 2008, ale bude 12 % HDP, v listopadu se v médiích také začaly objevovat zprávy, že řecká vláda falšovala statistiky týkající se státního rozpočtu. Na tato oznámení reagovaly finanční trhy růstem rizikových přírážek k řeckým státním dluhopisům, což se projevilo již v listopadovém průměru z úrokových sazeb desetiletých řeckých dluhopisů, který činil 4,84 %, což znamenalo měsíční zvýšení o 27 bazických bodů. Od této události však výše řeckých úrokových sazeb, až na krátké výjimky, neustále stoupala, v listopadu 2010 již průměr úrokových sazeb řeckých dluhopisů činil o 6,68 p. b. více, než v listopadu 2009, v listopadu 2011 výše úrokových sazeb narostla meziročně o dalších 6,4 p. b.. S nejvyšší průměrnou úrokovou sazbou ve sledovaném období se řecké státní dluhopisy na

obchodovaly v prosinci 2011, kdy průměrná úroková sazba u desetiletých dluhopisů byla 21,14 %, což znamenalo výši spreadu k německým dluhopisům 19,21 p. b.. Řecké veřejné finance se dlouhodobě vyznačují vysokou úrovní zadlužení a dlouhodobě negativní bilancí. Důležitým faktorem je také velmi nákladná veřejná správa a postupná ztráta ekonomické konkurenceschopnosti.

Úrokové sazby portugalských státních dluhopisů začaly stoupat od prosince 2009, kdy oproti listopadu vzrostly o 11 bazických bodů. Problémem portugalské ekonomiky je dlouhodobá ztráta konkurenceschopnosti, která se odráží ve vysokých deficitech zahraničního obchodu a následně v poklesu ekonomické aktivity a rostoucí nezaměstnanosti, která s sebou nese také zvyšování nákladů státního rozpočtu, na tento nárůst dluhových nákladů portugalské vlády měla jistě výrazný vliv situace v Řecku, kdy si finanční trhy uvědomily, že společná měna není sama o sobě zárukou stability a splatnosti, jak se dříve předpokládalo a proklamovalo.

Sazby irských státních dluhopisů začaly stoupat společně s řeckými úrokovými sazbami po pádu Lehman Brothers, hranici 5 % překročily poprvé v měsíčním průměru za leden 2009, kdy dosáhly hodnoty 5,2 %, v březnu 2009 to bylo již 5,76 %. Následovalo opět snižování úrokových sazeb až na hodnotu 4,53 % v březnu 2010, od dubna 2010 však úrokové sazby irských dluhopisů opět nabraly růstový trend, který až na krátké výjimky trval do konce sledovaného období. Úrokové sazby irských státních dluhopisů začaly v roce 2008 růst i přesto, že na konci roku 2007 činil poměr vládního dluhu vůči HDP podle statistik Eurostatu pouhých 24,8 %³. Problémem irské ekonomiky však byl vysoký nárůst objemu úvěrů v předkrizových letech, k tomuto faktu Kohout poznamenal: „V první fázi, od přijetí eura až do roku 2008, zaznamenalo Irsko nebývalý boom úvěrů, zejména v oblasti nemovitostí. Celkový objem úvěrů nefinančním podnikům během prosince 2002 až listopadu 2008 vzrostl o 253 %. (...) Mezi lety 2000 až 2007 vzrostl objem hypotéčních úvěrů z 24 miliard euro na 115 miliard, objem úvěrů stavebním firmám z 2,4 miliardy na 25 miliard a úvěry developerům z 5 miliard na 80 miliard euro.“ [6, s. 280] Tento prudký úvěrový růst způsobil cenovou bublinu na trhu nemovitostí. Kohout k tomuto dodává: „Ceny rezidenčních nemovitostí se zhruba zpětinásobily během let 1995-2007.“[6, s. 280] Od počátku finanční

³ <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tsieb090&plugin=1>

krize však ceny nemovitostí klesaly, což znamená, že se zároveň znehodnocovaly zástavy za hypoteční úvěry a zhoršovala se kapitálová přiměřenost bank. Irská vláda garantovala 100 % hodnoty vkladů v bankách a následně poskytovala finanční prostředky krizí postiženým bankám, to způsobilo deficit irského státního rozpočtu (podle statistik Eurostatu⁴) ve výši 7,3 % HDP v roce 2008, v roce 2009 to bylo již 14,2 % HDP a v roce 2010 dokonce 31,3 % HDP. Právě tento stav bankovního sektoru a objem úvěrů v předkrizových letech reagovaly finanční trhy zvýšením rizikových přírážek k irským státním dluhopisům již na podzim roku 2008, byť úroveň veřejného zadlužení byla v případě Irska v letech před krizí na evropské poměry na velmi nízké úrovni. [6]

23. dubna 2010 požádala oficiálně řecká vláda o finanční pomoc země eurozóny a MMF. Průměrná dubnová úroková sazba řeckých desetiletých dluhopisů v reakci na tuto událost vzrostla meziměsíčně o 1,59 p. b. na 7,83 %, úrokové sazby portugalských dluhopisů se zvýšily o 47 bazických bodů, irských dluhopisů o 23 bazických bodů. V tomto období již eurozóna nebyla finančními trhy posuzována jako oblast zemí s téměř stejnou úvěrovou schopností. 2. května 2010 země eurozóny a MMF odsouhlasily finanční pomoc pro řeckou vládu ve výši 110 miliard euro, tato pomoc nicméně trhy neuklidnila a úrokové sazby všech tří zmiňovaných zemí i nadále rostly.

9. května 2010 zástupci šestnácti členských zemí eurozóny rozhodli o vytvoření Evropského fondu finanční stability (European financial stability facility, EFSF). EFSF byl vytvořen za účelem vydávání vlastních obligací na kapitálovém trhu, tyto vydané obligace jsou členskými zeměmi eurozóny garantovány až do výše 440 mld. eur. Takto získané finanční prostředky jsou dále poskytovány ve formě půjček členským zemím eurozóny, které mají finanční problémy. V květnu 2010 byl dále dohodou představitelů všech zemí Evropské unie vytvořen Evropský mechanismus finanční stabilizace (European financial stabilisation mechanism, EFSM), který opravňuje Evropskou komisi k využití až 60 mld. eur formou emise dluhopisů, zaručených rozpočtem EU, z těchto prostředků mohou být poskytovány půjčky všem zemím EU, které se dostanou do finančních problémů. EFSF a EFSM byly vytvořeny za účelem poskytnutí jakýchsi garancí vůči rizikovým zemím a tedy za účelem uklidnění finančních trhů. Taktéž v květnu 2010 začala ECB nakupovat státní dluhopisy

⁴ <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tsieb080&plugin=1>

problémových zemí na trhu. Lídři eurozóny očekávali, že vytvoření těchto institucí a kroky ECB napomůžou k postupnému snižování rizikových přírážek k úrokovým sazbám státních dluhopisů členských zemí. Tento předpoklad se ovšem nenaplnil a úrokové sazby státních dluhopisů všech tří zemí, které tehdy byly považovány za nejrizikovější (Řecko, Irsko, Portugalsko) i nadále stoupaly. Úrokové sazby irských státních dluhopisů stoupaly víceméně až do července 2011, kdy měsíční průměr úrokových sazeb desetiletých dluhopisů dosáhl maximální hodnoty ve sledovaném období, a to 12,45 %, což znamenalo meziroční nárůst o 7,13 p. b. proti červenci 2010. [16,17]

21. listopadu 2010 Irsko oficiálně požádalo o finanční pomoc, ta byla schválena MMF a EU 7. prosince 2010 ve výši 85 mld. eur. Finanční trhy na tyto události reagovaly růstem průměrné sazby desetiletých irských dluhopisů v listopadu o 1,8 p. b., v prosinci následně o dalších 23 bazických bodů na výši 8,45 %, úroková sazba desetiletých řeckých dluhopisů se zvýšila meziměsíčně v listopadu o 1,95 p. b. a v prosinci o 49 bazických bodů, v případě portugalských dluhopisů se tato sazba v listopadu zvýšila meziměsíčně o 86 bazických bodů, v prosinci ovšem o 36 bazických bodů poklesla.

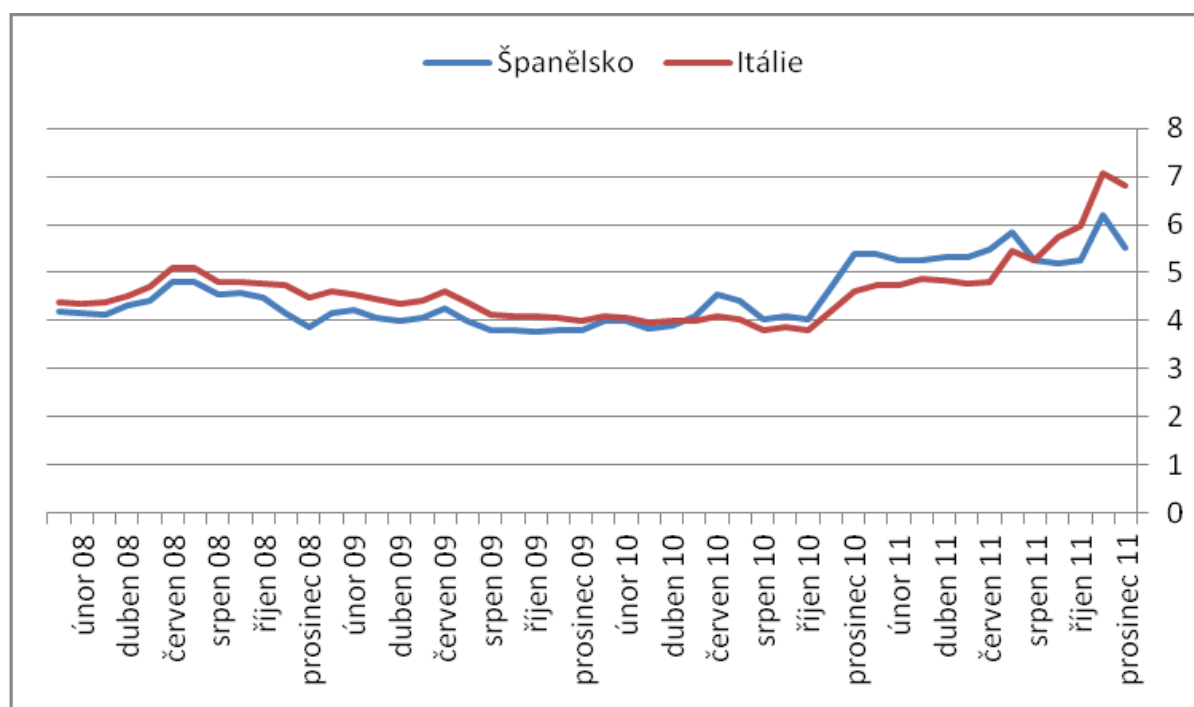
Portugalsko požádalo o aktivaci záchranného programu 6. dubna 2011, finanční pomoc ve výši 78 mld. eur byla Portugalsku odsouhlasena 17. května. Dluhopisový trh na tyto události opět reagoval růstem úrokových sazeb portugalských státních dluhopisů, průměr úrokových sazeb desetiletých dluhopisů se v dubnu meziměsíčně zvýšil o 1,39 p. b. a v květnu o dalších 44 bazických bodů na hodnotu 9,63 %. Úrokové sazby řeckých dluhopisů na tyto události reagovaly v dubnu meziměsíčním růstem o 1,42 p. b. a v květnu dokonce o 2,08 p. b., taktéž úrokové sazby irských dluhopisů v těchto měsících stoupaly. [18]

Zástupci Evropské komise, ECB a MMF vydali 3. června 2011 prohlášení o pokračování úsporného programu řecké vlády, ve kterém konstatovali, že řecká vláda udělala v konsolidaci veřejných rozpočtů výrazný pozitivní pokrok. Zástupci těchto institucí 14. července vydali podobně pozitivní prohlášení o programu v Irsku. 23. června 2011 se ministři financí zemí eurozóny dohodli na zvýšení kapacity fondu EFSF. Na tyto zprávy reagovaly finanční trhy po dlouhé době zklidněním, když úrokové sazby státních dluhopisů Řecka, Irska i Portugalska po dlouhém období vzestupu poklesly. Úroková sazba řeckých státních desetiletých dluhopisů poklesla meziměsíčně v červenci o 54 a v srpnu o 25 bazických bodů, tatáž úroková sazba irských dluhopisů poklesla meziměsíčně v srpnu o 2,11 p. b., v září o 1,06

p. b. a v říjnu o 41 bazických bodů, portugalská úroková sazba reagovala poklesem pouze v srpnu o 1,22 p. b.. Následně ovšem úrokové sazby řeckých dluhopisů pokračovaly od září opět v růstu (až na mírný pokles v listopadu), portugalské úrokové sazby rostly opět od září a irské od listopadu. Na konci sledovaného období, tedy v prosinci 2011 činila průměrná úroková sazba desetiletých státních dluhopisů Řecka 21,14 %, Portugalska 13,08 % a Irsko 8,7 % pro srovnání tento prosincový průměr činil u německých státních dluhopisů 1,93 %.

4.4.1.2 Itálie a Španělsko

Graf 4.6 Vývoj úrokových sazeb desetiletých státních dluhopisů Španělska a Itálie (2008-2011, v %)



Zdroj: www.ecb.int

Na grafu 4.6 vidíme, že úrokové sazby italských a španělských dluhopisů se od ledna 2008 až do listopadu 2010 vyvíjely relativně stabilně. Od listopadu 2010 se však pozornost investorů přesunula právě k těmto dvěma zemím a úrokové sazby jejich státních dluhopisů začaly stoupat pár měsíců poté, co začaly výrazně růst úrokové sazby také irských a portugalských státních dluhopisů. Do jisté míry se tedy jedná o domino efekt nebo se také používá termín dluhová nákaza, kdy si finanční trhy po uvědomění vážných fiskálních problémů Řecka začaly více všimnout také ostatních potenciálně rizikových zemí, což se projeвило na výnosech ze státních dluhopisů těchto zemí.

Problémem Itálie je dlouhodobě vysoká míra veřejného dluhu, v roce 2009 činil poměr vládního dluhu k HDP podle statistik Eurostatu⁵ 115,5 %, deficit italského státního rozpočtu dosáhl za rok 2009 5,4 % HDP⁶, Itálie je také proslulá svou politickou nestabilitou. Italský HDP navíc rostl po přijetí eura pomalým tempem, v roce 2008 podle statistik Eurostatu⁷ poklesl o 1,2 %, v roce 2009 dokonce o 5,5 %.

Finanční problémy Španělska jsou si velmi podobné s problémy Irska. Velikost veřejného dluhu Španělska je a byla v porovnání s Itálií velmi nízká, ještě v roce 2007 činil poměr veřejného dluhu k HDP 36,2 %⁸. Španělská ekonomika rostla od vstupu do eurozóny až do roku 2007 výrazným tempem. Tento hospodářský růst však byl z velké části způsoben (podobně jako v případě Irska) masivním boomem na trhu nemovitostí, Kohout k tomuto tématu v článku z června 2007 napsal: „Španělská centrální banka uvádí, že během posledního desetiletí se ceny domů a bytů ztrojnásobily. Banky půjčily jen v samotném roce 2006 celkem 250 miliard eur developerům, což byl osminásobek ve srovnání s rokem 1998. Dále půjčily 134,3 miliardy eur stavebním společnostem a 544 miliard eur kupujícím; objem hypotéky vzrostl ve srovnání s rokem 1998 čtyřnásobně.“ [13] Když po vypuknutí finanční krize výrazně poklesly ceny nemovitostí (Kohout uvádí průměrný pokles o 65 % od vrcholové ceny) [13], ve Španělsku nastala bankovní krize, protože pokles cen nemovitostí znamená zhoršení kapitálové přiměřenosti bank. Prasknutí realitní bubliny kromě bankovní krize způsobilo také pokles stavební výroby a s tím spojený nárůst nezaměstnanosti. Míra nezaměstnanosti činila podle statistik Eurostatu⁹ v prosinci roku 2008 14,9 %, v prosinci 2009 již 19,1 %, růst nezaměstnanosti s sebou samozřejmě přináší také růst rozpočtových nákladů. Tyto faktory se také projeví ve výši deficitu španělského státního rozpočtu¹⁰, který v roce 2008 dosáhl 4,5 %, v roce 2009 11,2 % a v roce 2010 9,3 %.

⁵ <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tsieb090&plugin=1>

⁶ <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tsieb080&plugin=1>

⁷ <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tsieb020>

⁸ <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tsieb090&plugin=1>

⁹ <http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do>

¹⁰ <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tsieb080&plugin=1>

Hodnota spreadu mezi úrokovými sazbami italských a německých desetiletých státních dluhopisů (v průměru za daný měsíc) poprvé překročila hodnotu 1 p. b. v listopadu 2008 (tedy dva měsíce po vyhlášení bankrotu Lehman Brothers), kdy dosáhla hodnoty 1,18 p. b., v lednu 2009 to bylo již 1,55 p. b., poté tato hodnota klesala až k 83 bazickým bodům v září 2009, kdy začala opět růst. V případě spreadu mezi úrokovými sazbami španělských a německých státních dluhopisů byla hranice 1 p. b. překročena poprvé v lednu 2009, kdy dosáhla hodnoty 1,08 p. b., v únoru to bylo 1,1 p. b., také hodnota tohoto ukazatele následně klesala taktéž do září 2009, kdy dosáhla hodnoty 55 bazických bodů a začala opět růst.

Hodnota spreadu k úrokovým sazbám německých desetiletých státních dluhopisů opět překročila hranici 1 p. b. u španělských i italských dluhopisů v květnu 2010, kdy spread dosahoval k španělským dluhopisům hodnoty 1,35 p. b. a k italským hodnoty 1,26 p. b.. Byť rostla hodnota spreadu mezi úrokovými sazbami těchto dvou zemí a úrokovými sazbami německých dluhopisů, samotné španělské a italské úrokové sazby se až do listopadu 2010 vyvíjely relativně stabilně na hodnotě kolem 4 %, s krátkou výjimkou, kdy úrokové sazby španělských dluhopisů vzrostly v červnu 2010 meziměsíčně o 48 bazických bodů na 4,56 %, v srpnu se již ale obchodovaly desetileté španělské státní dluhopisy průměrně s úrokovou sazbou 4,04 %. I přes tento stabilní vývoj postupně rostla hodnota spreadů k úrokovým sazbám německých státních dluhopisů, což znamená, že se úrokové sazby španělských a italských státních dluhopisů přestaly vyvíjet obdobně jako úrokové sazby dluhopisů německých.

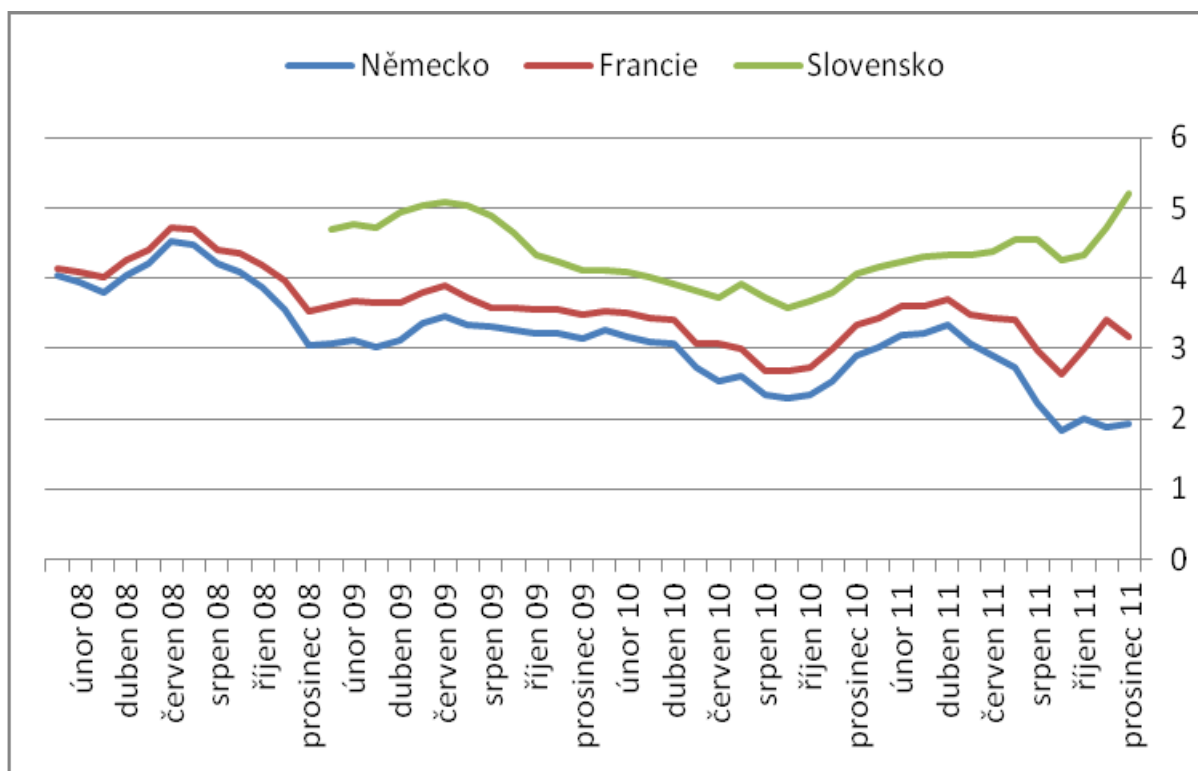
Hranici 5 % překročila průměrná úroková sazba dluhopisů Španělska v prosinci 2010, kdy činila 5,38 %. V případě italských dluhopisů překročila tato sazba pětiprocentní hranici až v červenci 2011, kdy byla na hodnotě 5,46 %.

Z důvodu neustále rostoucích úrokových sazeb státních dluhopisů zemí jihu eurozóny obnovila ECB nákup státních dluhopisů těchto zemí v srpnu 2011, kdy intervenovala zejména ve prospěch španělských a italských dluhopisů a týdně do nich investovala až 22 miliard eur. Průměrná hodnota úrokových sazeb desetiletých státních dluhopisů v tomto měsíci (srpen 2011) dosahovala v případě italských dluhopisů 5,27 %, v případě španělských dluhopisů 5,25 %. Navzdory těmto opatřením ECB úrokové sazby dluhopisů těchto dvou zemí i nadále stoupaly, maxima dosáhl průměr z úrokových sazeb desetiletých dluhopisů obou zemí v listopadu 2011, kdy tento průměr činil v případě italských dluhopisů 7,06 % a španělských

dluhopisů 6,2 %. Od zahájení programu nákupu státních dluhopisů ECB do konce roku 2011 nakoupila ECB státní dluhopisy zemí eurozóny v celkové hodnotě 211,5 miliard eur. V prosinci 2011 navíc ECB poskytla evropským bankám tříleté úvěry v celkové výši 489 miliard eur s předpokladem, že banky tyto prostředky použijí z části k nákupům státních dluhopisů zemí eurozóny. Tyto intervence pomohly v prosinci snížit úrokové sazby španělských i italských státních dluhopisů. Průměrná úroková sazba italských desetiletých dluhopisů se snížila na 6,81 %, sazba španělských dluhopisů na 5,53 %. [17]

4.4.1.3 Německo, Francie a Slovensko

Graf 4.7 Vývoj úrokových sazeb desetiletých státních dluhopisů Německa, Francie a Slovenska (2008 – 2011, v %)



Zdroj: www.ecb.int

Na grafu 4.7 je vidět, že (na rozdíl od ostatních sledovaných zemí) úrokové sazby německých a francouzských státních dluhopisů v období od roku 2008 dlouhodobě klesaly. Úrokové sazby slovenských státních dluhopisů se od vstupu Slovenska do eurozóny vyvíjely podobně jako německé a francouzské až do poloviny roku 2011, kdy spíše stoupaly, na rozdíl

od úrokových sazeb francouzských a německých státních dluhopisů. V době vstupu Slovenska do eurozóny již nicméně neplatil stav let 2002-2007, kdy bylo úvěrové riziko všech zemí eurozóny hodnoceno finančními trhy velmi podobně. Spread mezi slovenskými a německými úrokovými sazbami státních dluhopisů byl prvních 11 měsíců vyšší než 1 p. b., v prvním roce po vstupu dosáhla hodnota spreadu nejvyšší hodnoty v dubnu 2009, kdy to bylo 1,8 p. b.. Od srpna 2011 pak tento spread převyšoval hodnotu 2 p. b., v prosinci 2011 již tento spread nabýval hodnoty 3,28 p. b., tento nárůst hodnoty spreadu byl způsoben jednak politickou nestabilitou na Slovensku a pádem slovenské vlády v říjnu 2011, ale také výrazným snižováním úrokových sazeb německých státních dluhopisů.

Německo je dlouhodobě považováno za spolehlivého dlužníka, tomu také odpovídá výše úrokových sazeb německých státních dluhopisů. Téměř v celém desetiletém sledovaném období byly průměrné úrokové sazby desetiletých německých dluhopisů nejnižší ze všech sledovaných zemí. V roce 2011 se postupně ještě zvýrazňoval pohled finančních trhů na Německo jako na spolehlivého dlužníka, přestože za rok 2010 činil podle statistik Eurostatu¹¹ poměr veřejného dluhu Německa k HDP již 83,2 %. Německo je nicméně stále vnímáno jako hlavní ekonomický tahoun Evropy. K postupnému snižování úrokových sazeb německých státních dluhopisů jistě také výrazně přispívá rozpočtová a ekonomická situace ostatních zemí eurozóny, zejména zemí jihu eurozóny. Dluhopisy těchto problémových zemí jsou finančními trhy vnímány jako rizikovější než dříve, proto investoři přesouvají finanční prostředky do dluhopisů, jejichž úvěrové riziko hodnotí jako menší, což je případ právě německých státních dluhopisů. Proto, když zejména v průběhu roku 2011 byly španělské a italské dluhopisy pod prodejním tlakem (Španělsko a Itálie přitom patří k největším ekonomikám eurozóny), ke konci sledovaného období poměrně výrazně klesaly úrokové sazby německých státních dluhopisů. Průměrná úroková sazba desetiletých německých státních dluhopisů činila v prosinci 2011 1,93 %, což znamenalo meziroční pokles o 98 bazických bodů.

Francouzské státní dluhopisy dlouho byly a stále ještě jsou považovány (stejně jako německé) za nízkorizikovou investici. Vývoj hodnoty úrokových sazeb francouzských desetiletých dluhopisů až do půlky roku 2011 kopíroval vývoj úrokových sazeb německých dluhopisů, francouzské dluhopisy se pouze obchodovaly s rizikovou přírážkou většinou do 50

¹¹ <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tsieb090&plugin=1>

bazických bodů oproti německým. Tento trend byl narušen od června 2011, kdy začala růst hodnota spreadů mezi sazbou francouzských a německých státních dluhopisů. V červenci 2011 byl tento spread na hodnotě 66 bazických bodů, v listopadu 2011 dosáhl nejvyšší hodnoty za celé desetileté sledované období, a to 1,54 p. b.. Francie měla v roce 2010 poměr veřejného dluhu k HDP podobný jako Německo, a to 82,3 % podle statistik Eurostatu, ale tempo zadlužování je v případě Francie velmi výrazné, deficit veřejných rozpočtů činil v roce 2009 7,5 % HDP a v roce 2010 7,1 % HDP (podle statistik Eurostatu¹²). Francouzská ekonomika také dlouhodobě ztrácí svou konkurenceschopnost, což se projevuje také v méně výrazném růstu HDP, např. ve srovnání s Německem. Tohle jsou jedny z hlavních důvodů, proč v průběhu roku 2011 postupně docházelo k divergenci úrokových sazeb francouzských a německých státních dluhopisů.

¹² <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tsieb080&plugin=1>

5. Závěr

Cílem práce bylo zhodnocení vývoje úrokových sazeb zemí, které přijaly společnou měnu euro a jejichž monetární politika tedy podléhá společné monetární autoritě. První část byla zaměřena na obecné teoretické vymezení finančního trhu, dále byl blíže vymezen trh dluhopisů a trh státních dluhopisů, náležitosti a druhy dluhopisů, úrokové sazby a úvěrové riziko. V druhé části pak byl definován pojem Evropské měnové unie, byly vymezeny její instituce a způsob koordinace hospodářských politik v rámci Evropské měnové unie. V této části bylo také stručně popsáno, jaký vliv společné měny ve vztahu k trhu státních dluhopisů přikládá odborná literatura.

Praktická část práce byla zaměřena na popis a kvantifikaci vývoje a vzájemných vztahů mezi vývoji úrokových sazeb státních dluhopisů vybraných zemí eurozóny. Bylo úkolem pomocí korelační analýzy a analýzy vývoje spreadů popsat vztahy vzájemné závislosti mezi vývojem těchto úrokových sazeb.

Tato analýza byla prováděna za desetileté období let 2002 až 2011, stručně byl popsán také vývoj, který tomuto období předcházel. Analyzovány byly úrokové sazby německých, francouzských, slovenských, řeckých, portugalských, irských, italských a španělských desetiletých dluhopisů.

V popsaném období od roku 1995 do konce roku 2001 docházelo k postupnému sbližování úrokových sazeb jednotlivých zemí, ve kterých se v roce 2002 začalo platit eurem v hotovostním oběhu. Od počátku roku 2002 již byly hodnoty spreadů mezi vybranými zeměmi (s výjimkou Slovenska, které do eurozóny vstoupilo až od roku 2009) pod úrovní 0,5 p. b., a dokonce ještě dále klesaly, v září 2003 spread mezi německým a řeckým průměrem úrokových sazeb desetiletých dluhopisů klesl na hodnotu 15 bazických bodů, což byla minimální hodnota ve sledovaném období. Z hodnot spreadů je zřejmé, že v první fázi byly naplněny teoretické předpoklady a přijetí společné měny způsobilo, že země eurozóny byly vnímány jako emitenti s velmi podobným úvěrovým rizikem.

V období let 2002 až 2007 byl pomocí korelační analýzy nalezen velmi vysoký stupeň lineární závislosti mezi úrokovými sazbami všech sledovaných zemí navzájem (opět s výjimkou Slovenska). Hodnota korelačního koeficientu mezi těmito úrokovými sazbami

dokonce ve všech případech přesahovala hodnotu 0,99. Pomocí výsledků korelační analýzy tedy bylo zjištěno, že vývoj úrokových sazeb těchto sedmi zemí byl téměř úplně sladěn.

Přestože byl vývoj úrokových sazeb vybraných zemí v období let 2002 až 2007 výrazně sladěn, tyto země v daném období vykazovaly často naprosto odlišnou úroveň veřejného dluhu, bilancí státního rozpočtu, úroveň zadlužení domácnosti a dalších ekonomických veličin. Finanční trhy tyto údaje začaly zahrnovat do výše úrokových sazeb až v roce 2008, kdy pádem americké investiční banky Lehman Brothers vyvrcholila finanční krize. Vyvrcholení finanční krize a následná krize ekonomická zapůsobily jako událost, která odstartovala proces divergence mezi vývojem úrokových sazeb státních dluhopisů vybraných zemí. Tyto události způsobily u některých zemí snižování úrokových sazeb (to byl případ především německých a francouzských státních dluhopisů), u jiných zemí naopak růst úrokových sazeb (především u řeckých a irských, následně také portugalských dluhopisů).

Od druhé poloviny roku 2008 se tedy začaly zvyšovat hodnoty spreadů mezi úrokovými sazbami německých dluhopisů a dluhopisů ostatních sledovaných zemí. Také korelační koeficienty za období let 2008 až 2011 nabývaly odlišných hodnot. Vysokého stupně lineární závislosti v tomto období dosahovaly pouze úrokové sazby německých a francouzských dluhopisů, které se snižovaly a dluhopisů řeckých a portugalských, které se naopak zvyšovaly. V tomto druhém období však některé koeficienty korelace nabývaly také záporných hodnot. Nejvyšší stupeň negativní lineární závislosti z úrokových sazeb dluhopisů sledovaných zemí vykazovaly úrokové sazby německých a řeckých dluhopisů, a to hodnoty 0,74.

Společná měna tedy v prvních letech, kdy v zemích eurozóny byla relativně stabilní ekonomická situace, zapůsobila jako faktor, který téměř sjednotil úrokové sazby státních dluhopisů zemí, které společnou měnu přijaly. Finanční trhy hodnotily tyto země jako emitenty s velmi podobnou úvěrovou kvalitou, přestože členy eurozóny jsou země s rozdílnou ekonomickou úrovní, ekonomickou silou i fiskální situací a v legislativě EU je výslovně uvedeno, že každá země ručí za své závazky sama. Někteří ekonomové tvrdí, že finanční trhy uvěřily proklamacím evropských politiků, kteří tvrdili, že eurozóna se stane prostorem bez ekonomických krizí. Když však vyvrcholila finanční krize, nastala krize ekonomická a praskly úvěrové bubliny v některých zemích, finanční trhy začaly postupně měnit svůj pohled na eurozónu jako na seskupení zemí se stejným úvěrovým rizikem.

Seznam literatury

Knižní publikace:

- [1] DĚDEK, Oldřich. *Historie evropské měnové integrace: od národních měn k euru*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2008. 260 s.
- [2] DVOŘÁK, Pavel. *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2008. 343 s. ISBN 978-80-7400-075-1
- [3] ECKERT, Daniel D., *Světová válka měn – Euro, zlato, nebo juan – která z měn se stane nástupcem dolaru?*, 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2012. 232 s. ISBN 978-80-247-4099-7
- [4] HELÍSEK, Mojmír a kol. *Euro v ČR z pohledu ekonomů*. 1. vyd. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2009. 206 s. ISBN 978-80-7380-182-3
- [5] JÍLEK, Josef. *Finanční trhy a investování*. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, a. s., 2009. 648 s. ISBN 978-80-247-1653-4
- [6] KOHOUT, Pavel., *Finance po krizi – Evropa na cestě do neznáma*, 3. vyd. Praha: Grada Publishing, 2011. 328 s. ISBN 978-80-247-4019-5
- [7] LACINA, Lubor, ROZMAHEL, Petr a kol. *Euro: ano/ne?*, 1. vyd. Praha: Alfa Nakladatelství, 2010. 319 s. ISBN 978-80-87197-26-4
- [8] POLOUČEK, Stanislav a kol. *Peníze, banky, finanční trhy*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2009. 415 s. ISBN 978-80-7400-152-9
- [9] REVENDA, Zbyněk, *Centrální bankovníctví*. 3. vyd. Praha: Management press, 2011. 558 s. ISBN 978-80-7261-230-7
- [10] SAMUELSON, Paul A., NORDHAUS, William D. *Ekonomie 18. vydání*. 1. vyd. Praha: NS Svoboda, 2010. 775 s. ISBN 978-80-205-0590-3
- [11] VALDEZ, Stephen, *An introduction to global financial markets*. 5th edition. Basingstoke: Palgrave Macmillan, 2007. 464 s. ISBN 978-0-230-00635-5

[12] VINŠ, Petr, LIŠKA, Václav. *Rating*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2005. 109 s. ISBN 80-7179-807-X

Internetové zdroje:

[13] KOHOUT, Pavel. *Španělská finanční krize: „Ztráta z cihel“*. [online]. Finmag [8. 2. 2010] Dostupné z: <http://www.finmag.cz/cs/finmag/ekonomika/spanelska-financni-krize-quot-ztrata-z-cihel-quot/>

[14] EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA. [online]. ECB. Dostupné z: http://www.ecb.int/ecb/educational/facts/monpol/html/mp_001.cs.html

[15] MINISTERSTVO FINANČÍ ČR [online]. MFCR. Dostupné z: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/vrsd_fin_nastroje_sd.html

[16] ZAVEDENÍ EURA V ČR. [online]. Dostupné z: http://www.zavedenieura.cz/cps/rde/xchg/euro/xsl/vyklad_slovník.html?PG=E#Evropsk%C3%BD%20mechanismus%20finan%C4%8Dn%C3%AD%20stabilizace

[17] PATRIA FINANCE. *ECB mezi svátky navýšila nákupy dluhopisů, stále se však drží při zemi* [online]. Patria [2. 1. 2012]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/zpravodajstvi/1980110/ecb-mezi-svatky-navysila-nakupy-dluhopisu-stale-se-vsak-drzi-pri-zemi.html>

[18] MEDIAFAX. *Ministři financí EU schválili pomoc Portugalsku ve výši 78 miliard eur* [online]. Mediafax [16. 5. 2011]. Dostupné z: <http://www.mediafax.cz/ekonomika/3221592-Ministri-financi-EU-schvalili-pomoc-Portugalsku-ve-vysi-78-miliard-eur>

[19] EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA. *Výnosy státních dluhopisů* [online]. ECB.
Dostupné z:
<http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=SEARCHRESULTS&sk=IRS.M.BE.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.DE.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.IE.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.GR.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.ES.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.FR.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.IT.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.CY.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.LU.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.MT.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.NL.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.AT.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.AU.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.BG.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.CH.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.CZ.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.DK.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.EE.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.FI.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.HU.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.IS.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.JP.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.KR.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.LT.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.LX.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.NO.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.PL.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.PT.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.RO.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.SK.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.SI.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.SJ.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.TR.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.UK.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.US.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.VN.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.XK.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.YU.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.ZA.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.ZR.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.ZW.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.Others.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z>

N.Z&sk=IRS.M.PT.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.SI.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.SK.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z&sk=IRS.M.FI.L.L40.CI.0000.EUR.N.Z

EUROSTAT. *Statistika vládních dluhů* [online]. Eurostat. Dostupné z:
<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tsieb090&plugin=1>

EUROSTAT. *Statistika bilancí státních rozpočtů* [online]. Eurostat. Dostupné z:
<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tsieb080&plugin=1>

EUROSTAT. *Statistika změn HDP* [online]. Eurostat. Dostupné z:
<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tsieb020>

EVROPSKÝ FOND FINANČNÍ STABILITY [online]. Dostupné z:
<http://www.efsf.europa.eu/about/links/index.htm>

EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA. *Klíčová data finanční krize* [online]. Dostupné z:
<http://www.ecb.int/ecb/html/crisis.en.html>

Seznam zkratek

ECB	Evropská centrální banka
EFSF	Evropský fond finanční stability
EMU	Evropská měnová unie
EU	Evropská unie
HDP	Hrubý domácí produkt
HMU	Hospodářská a měnová unie
MMF	Mezinárodní měnový fond
USA	Spojené státy americké

Seznam grafů

Graf 4.1 Vývoj úrokových sazeb desetiletých státních dluhopisů vybraných zemí (1995-2001, v %)

Graf 4.2 Vývoj spreadu mezi nejvyšší a nejnižší úrokovou sazbou vybraných státních dluhopisů v daném měsíci

Graf 4.3 Vývoj úrokových sazeb desetiletých státních dluhopisů vybraných zemí (2002-2007, v %)

Graf 4.4 Srovnání úrokových sazeb státních dluhopisů vybraných zemí v letech 2002-2007 a 2008-2011 (aritmetický průměr výše úrokových sazeb jednotlivých zemí v jednotlivých měsících, v %)

Graf 4.5 Vývoj úrokových sazeb desetiletých státních dluhopisů Řecka, Portugalska a Irska (2008-2011, v %)

Graf 4.6 Vývoj úrokových sazeb desetiletých státních dluhopisů Španělska a Itálie (2008-2011, v %)

Graf 4.7 Vývoj úrokových sazeb desetiletých státních dluhopisů Německa, Francie a Slovenska (2008 – 2011, v %)

Seznam tabulek

Tabulka 4.1 Koeficient korelace mezi úrokovými sazbami státních dluhopisů vybraných zemí mezi lety 2002-2011

Tabulka 4.2 Koeficient korelace mezi úrokovými sazbami státních dluhopisů vybraných zemí mezi lety 2002-2007

Tabulka 4.3 Koeficient korelace mezi úrokovými sazbami desetiletých státních dluhopisů vybraných zemí v letech 2008-2011

Prohlášení o využití výsledků bakalářské práce

Prohlašuji, že

- jsem byl seznámen s tím, že na mou bakalářskou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, bakalářskou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že bakalářská práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího bakalářské práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o bakalářské práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, bakalářskou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 11. května 2012

.....
jméno a příjmení studenta

Adresa trvalého pobytu studenta:

Úvalno 116, 793 91 Úvalno

